



Munich Personal RePEc Archive

Investment funds Economy: A survey

Jean-Marie Yao

June 2008

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15485/>

MPRA Paper No. 15485, posted 1. June 2009 08:06 UTC

L'économie des fonds d'investissement: Des résultats d'enquête

Jean-Marie **YAO**

Funds Market Research Analyst

Dexia Asset Management Luxembourg

136 Route d'Arlon L-1150 Luxembourg

email: jean-marie.yao@dexia-am.com

L'économie des fonds d'investissement est aujourd'hui au cœur de l'activité des places financières. De notre étude statistique, nous montre qu'en Europe, la tendance générale est à la consolidation des positions à court et moyen terme avec un attrait pour la conquête de nouveaux marchés. Par ailleurs, nous concluons que le cadre réglementaire et fiscal, le marché du travail, l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication sont les principaux déterminants de l'attractivité d'où de compétitivité dans l'industrie des fonds.

Aussi, apparaît-il que les premiers acteurs du développement d'une place financière de fonds d'investissement sont les entreprises de fonds, les institutions bancaires, les investisseurs privés, les assurances et les ressortissants de l'Union Européenne. En termes de collectes, cette étude montre la montée en puissance des investisseurs institutionnels par rapport aux investisseurs privés. Notre étude confirme le fait que le développement d'une industrie induit celui d'autres industries. Au Luxembourg, ce sont les services généraux (nettoyage, gardiennage..), les activités d'agents de transfert, et l'informatique qui sont le plus confiés à des prestataires externes.

Abstract

Investment funds Economy: A survey

Investment funds economy is in most of the recent researches on financial centers. Our survey, shows us that in Europe, the general affinity is the consolidation of the positions in the short and medium terms with a link to the aim of winning new markets. In addition we conclude that the tax regulation framework, the job market, the effectiveness of political and administrative structures, the proximity of the actors and the competitors, transportation, the economic potential and the communication are the principal determinants of attractiveness and competitiveness in funds industry.

It appears as the first actors of the development of an investment fund center are funds companies, banks, private investors, insurances and European citizens. In terms of sales, this study shows the rise of institutional investors compared to the private ones. Our study confirms the fact that the development of an industry induces that of other industries. In Luxembourg, general services (cleaning, guarding.), transfer agent, and IT are mostly outsourced.

Mots clé: Centres Financiers, Economie des fonds d'investissement, Compétitivité, Attractivité,

JEL: [G2, [H3]L1

1 Introduction

Ces dernières années, nous avons assisté à un véritable essor de l'industrie des fonds. Au niveau européen, la taille du marché est passée de 3.302.183 millions d'euros d'actifs sous gestion en 2002 (soit 30,6% du marché mondial) à plus de 5.880.185 millions d'euro (soit 35,6% du marché mondial) au dernier trimestre 2006. Certaines places financières connaissent un véritable essor au vu de l'évolution des actifs sous gestion. C'est l'exemple du Luxembourg qui, en 2002, gérant 23,2% des actifs européens, cumulait à fin 2006 presque 30% de l'actif global européen. Au-delà de cet aspect, il faut aussi considérer les changements majeurs dans l'environnement économique des fonds : la réglementation et la forte internationalisation.

Une raison fondamentale du développement de l'industrie des fonds est l'essor considérable des technologies de l'information et de la communication. Les fonds ont ainsi la capacité de gérer plus aisément des capitaux de plus en plus importants car ils peuvent commercialiser aisément sur différents marchés sans y être implantés physiquement. Ces nouvelles technologies ont permis une meilleure intégration des marchés.

Cet article, consacrée aux fonds d'investissement dans les centres financiers, porte sur les résultats d'une enquête statistique effectuée auprès de cent trente cinq professionnels luxembourgeois de fonds. Le choix de cette place financière est guidé par deux facteurs fondamentaux. Dans un premier temps, il s'agit de la place européenne qui a le plus fait parlé d'elle ces dernières années dans l'industrie des fonds. Par ailleurs, étant employé dans un fonds d'investissement à Luxembourg, et participant à divers associations professionnels, il nous était plus facile de réunir le maximum de participants par rapport à la France.

Au-delà des techniques d'enquêtes que nous n'explicitons pas, notre étude c'est fait en deux étapes. Le questionnaire était généralement envoyé par courrier électronique et par la suite nous faisons une rencontre directe. Cette seconde étape nous évitait les éventuels problèmes de compréhension des questions.

La taille de la population apparaît significative. En effet, la place est largement caractérisée par son secret bancaire; et de fait, les professionnels sont réticents à fournir des informations sur leur entreprise. Ainsi, avons-nous opté pour le fait que le professionnel sélectionne lui-même les questions qui l'intéressent. C'est ce qui explique la différence de participants à chacune des questions.

Du fait de ce choix, l'analyse statistique se fait par questions individuels. Nous évitons les corrélations entre réponses. Par ailleurs, étant donné que plusieurs personnes de la même entreprise pouvaient participer simultanément à l'étude; le traitement des questions portant sur l'entreprise nécessitait un traitement particulier par l'octroi de coefficient selon le type de professionnels comme explicité plus loin.

Ainsi dans une seconde section nous consacrerons la définition de l'économie des fonds d'investissement suivie d'une analyse des ambitions des firmes. La troisième section portera sur le développement des places financières de fonds d'investissement. Grâce à une analyse des facteurs et acteurs de développement nous proposerons des réponses en conformité avec les attentes des professionnels. Dans la quatrième section, nous aborderons quelques implications économiques telles que les interactions avec certains professionnels (banques, assurances...) et des métiers connexes.

La localisation multiple est abordée dans la cinquième section. En analysant les attentes des professionnels de fonds, nous établissons une typologie des places européennes de fonds. Par ailleurs consacrant une section six à l'analyse de la compétitivité et de l'attractivité des places, nous concluons finalement l'article.

2 La places financière de fonds d'investissement

2.1 Définitions et typologies

Les derniers développements de l'industrie des fonds ont ouvert la voie d'une série de recherches de plus en plus poussées. Ces recherches sont le fait, à la fois, d'académiciens et de professionnels. Nous qualifierons d'économie des fonds d'investissement l'étude de l'industrie des fonds d'investissement. De ce fait, la formation des centres financiers de fonds, les stratégies de gestion des fonds et toute autre discipline liée à l'industrie des fonds sont partie intégrante de l'économie des fonds d'investissement. Dans cette sous section, nous résumerons le développement des centres financiers de fonds d'investissement.

Une analyse des différents centres financiers proposant une industrie des fonds d'investissement nous permet d'établir deux niveaux de typologies. L'une est basée sur l'activité et l'autre sur la taille du marché. La typologie basée sur l'activité nous permet de distinguer trois grandes classes de centres financiers : les centres de domiciliation, les centres de distribution et les centres de gestion.

Les centres de domiciliation sont généralement des places nées de la volonté politique d'attirer les institutions étrangères. Ces centres sont caractérisés par une fiscalité fort avantageuse. Ils sont aujourd'hui un indicateur de la santé de l'industrie des fonds dans l'économie générale.

Quant aux *centres de distribution*, ils sont localisés dans les grandes économies à fort produit intérieur brut. Il s'agit d'une localisation que nous qualifierons de naturelle. Elle suit les mouvements de capitaux. Ces centres ont généralement été des acteurs majeurs dans l'histoire du développement économique mondial.

Enfin, *les centres de gestion* regorgent d'institutions multinationales avec des professionnels qualifiés de la finance d'investissement. Généralement, ce type de centres est localisé sur une place financière établie dans la gestion de valeurs mobilières. Ce sont souvent de grandes capitales ou dans des villes ayant créé un environnement attractif vis-à-vis des activités financières.

Au-delà de cette typologie en termes d'activités, et, au vu des développements économiques, il nous apparaît important de stipuler qu'il existe aussi des territoires qui font une combinaison judicieuse de ces types de centres. Nous parlerons ici de typologie de spécialisation. A notre avis, il n'existe pas de cheminement idéal (ou combinaison optimale) pour la formation d'un centre "global", c'est-à-dire résumant les différentes activités. En effet, une place peut développer une activité au détriment des deux autres.

Une analyse des actifs sous gestion montre que l'essor considérable enregistré dans l'industrie des fonds n'est pas uniforme sur tous les marchés. Par ailleurs, il nous paraît utile de souligner le rôle prédominant de la réglementation et de la forte internationalisation dans l'environnement économique des fonds.

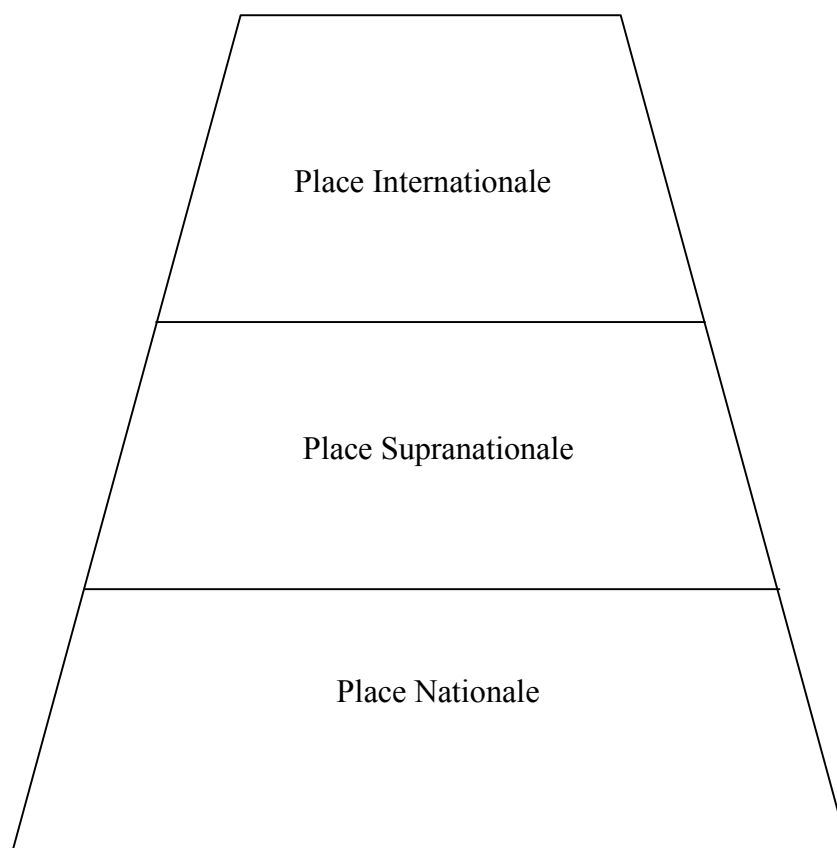
Aussi, dans l'industrie des fonds, admettons-nous, à l'instar de la littérature sur les activités bancaires, qu'il existe une hiérarchisation des places financières. Néanmoins, nous conviendrons que cette hiérarchisation est de forme trapézoïdale. Cette forme s'explique par le fait que nous pensons qu'il peut coexister plusieurs places présentant de façon concomitante les mêmes caractéristiques de développement. Nous proposons la typologie suivante : les places nationales, les places supranationales et les places internationales.

La *place nationale de fonds d'investissement* naît généralement d'une volonté politique en vue de son développement. Il s'agit souvent de la place concentrant l'ensemble des activités financières et administratives d'un pays.

Quant aux *places supranationales de fonds d'investissement*, elles constituent le second niveau dans le développement d'une place. Ainsi, forte de son succès national, la place financière se dote des moyens nécessaires à la couverture des besoins d'une région (besoins locaux et ceux des territoires limitrophes).

Finalement, les *places internationales* de fonds d'investissement développent leurs propres infrastructures financières. Elles sont capables d'attirer un grand nombre de firmes multinationales; il s'agit du plus haut niveau dans le développement d'une place financière.

Graphique 1: Hiérarchisation des places selon la taille



2.2 L'analyse des ambitions des firmes luxembourgeoises de fonds.

Nous avons entrepris une analyse selon trois types de comportements (la consolidation des positions, l'entrée sur de nouveaux marchés et l'objectif de devenir leader du marché) sur trois périodes (un an, trois ans et cinq ans). Cette approche est le fait de la question 4 qui a réuni la participation de quatre-vingt sept professionnels. Pour cette analyse, un traitement particulier est effectué. Nous établissons un résumé de réponses par entreprise. Des coefficients sont alloués par catégories de postes: les directeurs (0,4), les gérants et analystes (0,3), les commerciaux (0,2) et les autres (0,1).

La tendance générale est à la consolidation des positions sur chacun des trois termes d'analyse. En effet, à chaque période, plus de 50% des entreprises ambitionnent de consolider leurs positions.

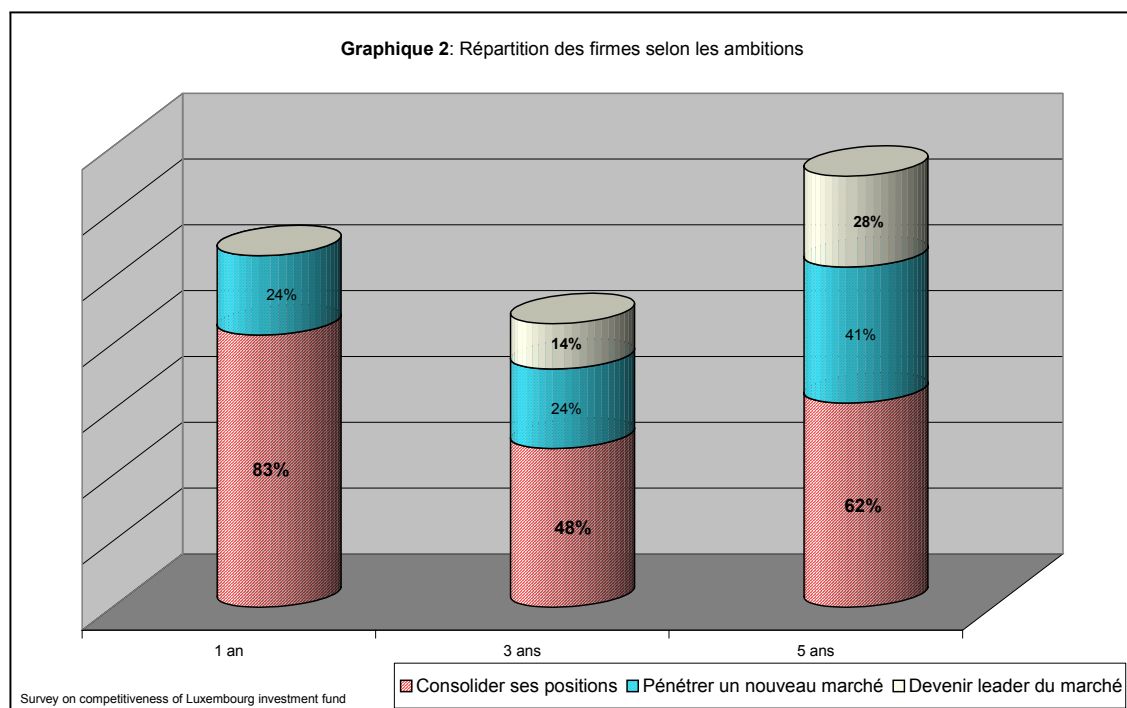


Figure 1:

A court terme, 24% des entreprises souhaiteraient pénétrer de nouveaux marchés de fonds d'investissement. Cependant, la grande majorité ambitionne de consolider ces positions.

L'analyse à moyen terme donne lieu à de nouveaux comportements. Une proportion de 14% des entreprises espère devenir leader du marché luxembourgeois. Celles-ci représentent toutes des entreprises qui consolidaient leurs positions à court terme.

Même si les proportions des firmes souhaitant pénétrer d'autres marchés sont équivalentes, seulement 10% des firmes choisissent de pénétrer de nouveaux marchés sur les deux périodes.

Finalement, l'analyse à long terme, montre un accroissement des réponses pour la tendance à devenir leader du marché. En effet 28% des entreprises nourrissent cette ambition. La proportion des firmes souhaitant pénétrer de nouveaux marchés a quasiment doublée au fil des années.

3 Le développement des places financières de fonds

3.1 Les principaux facteurs d'attractivité

Le processus d'agglomération des fonds sur un territoire donné est souvent une attitude naturelle des sociétés afin de tirer profit des économies d'échelle dans leurs activités internationales. Aujourd'hui, les places financières sont synonymes d'infrastructures sophistiquées telles que la télécommunication, le transport, les services de comptabilité et juridiques. Le fait de concentrer toutes ses infrastructures sur une seule place centrale permet à la société d'investissement de réduire ses frais généraux (coûts de production) tout en ayant une

clientèle internationale. Dans notre enquête sur la compétitivité dans l'industrie des fonds d'investissement, à la question 6, nous avons sélectionné dix sept facteurs d'attractivité dont les résultats sont consignés dans le tableau suivant:

Tableau 1: Principaux facteurs d'attractivité d'une place financière de fonds d'investissement

	Pas important	Plutôt moyen	Moyen	Plutôt important	Important	Score absolu
Cadre réglementaire et fiscal			6%	31%	38%	4,43
Marché du travail			11%	28%	36%	4,33
Efficacité des structures politiques et administratives			7%	41%	27%	4,26
Proximité des autres acteurs			14%	30%	32%	4,25
Transports (aéroport, route, voie ferrée...)			11%	41%	23%	4,16
Proximité des concurrents		5%	10%	40%	21%	4,02
Potentiel économique		6%	12%	33%	23%	3,98
Réseaux de communication		6%	20%	40%	10%	3,70
Coût d'implantation (immeubles, terrain...)		14%	28%	27%	6%	3,34
Qualité de la vie		9%	42%	17%	7%	3,31
Climat social		12%	38%	17%	7%	3,26
Potentiel culturel et loisir		25%	31%	9%	11%	3,08
Équipements publics (eau, électricité...)		20%	38%	11%	6%	3,05
Capacités de recherche		36%	19%	14%	7%	2,90
Système éducatif		37%	22%	10%	6%	2,80
Coût de la vie		35%	26%	12%	2%	2,77
Urbanisme et habitats locatif		41%	28%	6%		2,54

Il appartenait à soixante un professionnels de mesurer l'importance de ces facteurs. Si ces professionnels s'accordent à reconnaître un minimum d'importance à chacun de ces facteurs (aucun facteur n'obtient l'importance minimale), de cette étude, nous déduisons que la force du cadre réglementaire et fiscal, du marché du travail, de l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication sont les principaux déterminants de l'attractivité dans l'industrie des fonds. Par ailleurs, le système éducatif et les capacités de recherche, l'urbanisation, l'habitat locatif et le coût de la vie semblent peu déterminants dans l'émergence d'une place financière de fonds. Une analyse détaillée permettra de mieux appréhender les réponses des professionnels.

La compétitivité d'une entreprise a souvent été liée à ses capacités d'innovation ([D&F03]). Cette dernière a été caractérisée par les potentialités de recherche. L'innovation permet de se démarquer et d'apporter plus de valeur à l'offre en vue de conquérir de nouveaux marchés. Dans cette étude, l'activité de recherche est restreinte à la recherche privée c'est-à-dire celle réalisée par les entreprises pour leurs besoins propres. L'activité de recherche nécessite de nombreuses années d'accumulation de savoir. Concernant ce facteur, les professionnels luxembourgeois semblent ne pas s'accorder.

Même s'il existe une concentration de personnes qui lui attribue une faible importance (19% la qualifie de moyenne et 36% de relativement moyen), il ne faut pas occulter cette tendance à l'amélioration de son implication. En effet, avec son score de 2,90, nous pensons que l'activité de recherches devrait connaître un essor dans l'industrie des fonds d'investissement (respectivement 14% et 7% des personnes interrogées lui vouent déjà une importance mesurée et incontestée). Par ailleurs, selon certains professionnels, la recherche en entreprise est beaucoup plus développée dans les entreprises anglo-saxonnes que francophones. En France, OSEO-innovation (ex-Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche.) finance et accompagne les projets d'innovation à composante technologique présentant des perspectives concrètes de commercialisation tant au niveau national qu'international. Cependant, à ce jour cette agence n'intervient pas encore dans le secteur financier. Une recherche utile implique généralement des compétences significatives qui sont directement liées à la qualité

du système éducatif.

La compétitivité d'une entreprise est le reflet de la qualité de ses employés. Il appartient aux autorités scolaires et universitaires de fournir au marché des diplômés à même de participer au développement des entreprises. Dans certains pays, l'on a entrepris de faire directement participer les entreprises à la gestion des programmes éducatifs. Cette participation devrait favoriser le passage de la vie d'apprentissage théorique à la vie professionnelle. Les entreprises deviennent de fait des lieux privilégiés de formation et d'intégration. Du côté de la demande de travail, la tendance générale est au raccourcissement des études. En effet, si les étudiants ont constamment le désir de sortir le plus tôt possible des études supérieures, l'accès au troisième cycle est beaucoup trop sélectif pour satisfaire ceux qui souhaiteraient poursuivre leurs études.

De plus en plus, les sociétés d'investissement sont à la recherche d'expertise dans la finance. L'agglomération sur un même site permet la confrontation des compétences. De plus, la demande pressante pourrait inciter les autorités locales à développer un système éducatif de qualité. Dans certains cas, les professionnels eux-mêmes créent des programmes de formation répondant au mieux à leurs attentes. C'est le cas de la *Luxembourg School of Finance* ou de la Chambre de Commerce de Luxembourg qui offrent des formations intéressantes dans le domaine des fonds d'investissement.

Par ailleurs, il existe des cas où les professionnels de fonds établissent des partenariats avec des institutions universitaires de renom. Les écoles et universités l'ont d'ailleurs bien compris ; elles élaborent des programmes animés par les professionnels. Les réseaux d'anciens des écoles sont aussi un véritable vecteur de mouvement des compétences. Il existe une réelle compétition entre les entreprises pour embaucher les diplômés de ces écoles de renom.

La formation des compétences est un processus de longue haleine. Cela nécessite des investissements importants et une bonne connaissance des attentes. Certaines places n'ont pas pu répondre rapidement aux besoins humains des sociétés d'investissement. Cela a induit un accroissement de l'emploi transfrontalier. C'est le cas au Luxembourg, où la situation géographique et la petitesse du pays a conduit à une pression de demande de main d'œuvre. Aujourd'hui la main d'œuvre transfrontalière représente plus des deux tiers de la main d'œuvre globale au Luxembourg. Cette donne n'est certainement pas bénéfique pour le pays hôte étant donné qu'il s'agit d'agents économiques pouvant enrichir l'économie locale.

Paradoxalement, les professionnels de fonds luxembourgeois semblent peu intéressés par le système éducatif. Ils y font une classification similaire à celle de la recherche. Ce mauvais résultat pourrait être expliqué par deux comportements essentiels. Dans une première approche, le territoire luxembourgeois a souffert de l'interaction entre main d'œuvre et petitesse décrite précédemment. Cette main d'œuvre n'a pas besoin de s'expatrier ou de déménager. Dans une seconde approche, l'on assiste de plus en plus aux formations continues offertes directement dans les entreprises. Il s'agit le plus souvent de systèmes mis en place par l'industrie elle-même ou par des associations internationales. Dans l'industrie des fonds, l'association professionnelle a construit une formation répondant aux attentes des entreprises. Par ailleurs, l'on assiste de plus en plus à un engouement certain pour les diplômes tels que le *Chartered Financial Analyst* et le *Chartered Alternative Investment Analyst*.

Si les professionnels luxembourgeois de fonds d'investissement, semblent accorder peu d'intérêt au système éducatif et à la recherche, ils sont unanimes quant à la prépondérance du marché du travail comme facteur d'attractivité. Ce facteur est classé au second rang dans notre sélection. Pour son attractivité, une place financière doit pouvoir répondre aux sollicitations relatives à des activités à haute valeur ajoutée. Pour le marché de l'emploi, les

entreprises étudient généralement trois sous facteurs: son ampleur, son coût et sa qualification.

Aussi, la place financière ne doit-elle pas permettre une libre circulation des personnes et des compétences. Il appartient alors aux autorités politiques de ne pas restreindre les permis de travail pour les expatriés. Une internationalisation des compétences est aussi un facteur de développement et de renommée. Les politiques doivent par ailleurs prendre des mesures idoines en matière d'imposition et de réglementation de l'activité. Par ailleurs, une place financière attire généralement des professionnels d'autres domaines.

Le score de 4,33 obtenu par ce facteur n'est amoindri que par une proportion faible (11%) de personnes qui pensent qu'il n'est que d'une importance moyenne. Au Luxembourg, globalement, la tendance est à la tertiarisation de l'emploi. Le marché luxembourgeois du travail est-il largement couvert? Si nous prenons en compte l'impressionnant turnover inter-entreprises, nous pouvons conclure que ce marché n'est pas encore pourvu. Par ailleurs, si de par sa renommée, la place luxembourgeoise attire beaucoup de diplômés en finance, ceux-ci sont-ils satisfaits par leur emploi? En effet, la particularité de l'industrie luxembourgeoise des fonds est l'administration qui est loin de satisfaire les passionnés de la finance.

L'insatisfaction de certains employés au travail, est certainement la clé de l'étude de l'environnement de vie. Dans ce cas, il convenait de cerner le rôle de la qualité de vie, du climat social, du potentiel culturel et des loisirs, le coût de la vie et l'urbanisation, et les équipements publics et collectifs. La qualité de vie est considérée comme facteur d'importance moyenne dans l'attractivité d'une place financière de fonds. Étant donné que notre population statistique est constituée de professionnels en tant qu'individus, la notion de qualité de la vie portera autant sur leur environnement social que sur le milieu dans lequel ils évoluent. De ce fait, la qualité de vie est à la fois la conséquence de l'activité économique et le résultat des décisions collectives ou individuelles. Avec un score absolu de 3,31 (sur 5), la qualité de vie pourrait être un facteur d'émergence. En effet, même si la majorité des professionnels la juge moyenne, la tendance est à la reconnaissance de son importance. La qualité de vie peut être aussi analysée sous d'autres critères.

Le climat social vise à cerner la conflictualité dont fait mention l'*International Institute for Management Development* dans le calcul de son indice de compétitivité. Par "conflit", il faut entendre ceux liés aux entreprises, ceux générés par les relations portant sur les origines et finalement ceux qui pèsent sur les relations intergénérationnelles. Dans notre analyse, les professionnels luxembourgeois qualifient ce facteur de moyen même si un certain nombre le juge important dans l'attractivité d'un territoire en matière de fonds d'investissement. Son score de 3,26 est abaissé par 12% de professionnels qui la jugent juste moyenne dans l'attractivité d'une place.

Ce jugement de professionnels au Luxembourg peut avoir une explication simple. Primo, les conflits intra-entreprises sont globalement gérés par les syndicats; généralement, cela ne se passe que dans les grandes entreprises. Devrait-on craindre un transfert de l'activité des grandes entreprises vers des organisations plus petites fondées sur des relations individuelles et donc échappant à l'appui collectif? Quant au conflit d'origine, au Luxembourg par exemple, les frontaliers, majoritairement français, sont accusés de doper les salaires vers le bas tout en proposant des qualifications nettement supérieures. Dans ce cas ne, devrions-nous pas parler de tolérance? Les conflits intergénérationnels sont généralement dus au fait que les jeunes diplômés, présentant généralement des profils plus complets, demandent souvent des rémunérations d'entrée supérieures à celles de leurs aînés.

Le potentiel culturel et les loisirs d'un territoire sont sensés intégrer divers éléments tels que les équipements et manifestations culturelles (théâtres, musées, cinémas, concerts, salles de spectacles...), les espaces de loisirs (forêts, parcs...), les sites de détente sportive (stades, piscines, salles de sport) et les sites historiques et archéologiques (églises, châteaux,

fortifications...). Ce facteur vise à comprendre si l'épanouissement de l'employé en dehors du travail peut influencer son déplacement sur un territoire.

Pour les professionnels luxembourgeois, ce facteur est d'une importance moyenne. Il obtient un score absolu de 3,08. La proportion significative de personnes qui la juge importante est peut-être un gage d'importance. Cependant, ont-ils été influencé par les récents efforts entrepris par les autorités luxembourgeoises pour renforcer le côté culturel du pays? Le Luxembourg étant en 2007 la capitale culturelle de l'Europe, diverses manifestations y sont organisées. Ces manifestations ont réuni un nombre impressionnant d'observateurs. Il reste évident que la place luxembourgeoise offre très peu d'alternatives de divertissement à contrario de certaines places telles que Paris.

Dans notre analyse du bien-être social, nous avons aussi entrepris de comprendre le jugement des professionnels en matière d'urbanisation et d'habitats locatifs. Les places financières étant souvent synonyme d'agglomération de personnes, il se peut que surviennent certaines crises du logement. Ces crises du logement induisent couramment des spécialisations de zones géographiques. Par spécialisation, nous entendons un certain regroupement selon le revenu ou selon l'origine ethnique. Généralement, les moins fortunés se concentrent à la périphérie. Dans ce cas ne faut-il pas craindre le développement du communautarisme? Il convient de s'intéresser à la qualité de l'urbanisation comme palliatif. La place financière dispose-t-elle d'une structure adéquate pour accueillir le maximum de logements locatifs décents où même de locaux d'entreprises.

Les professionnels luxembourgeois semblent ne pas être intéressés par ce facteur. Ils le classent à la dernière place de notre sélection de facteurs avec un score de 2,54 seulement. Il s'agit du facteur qui a obtenu le maximum de notes négatives. Ce comportement pourrait avoir une explication dichotomique. La grande majorité des employés au Luxembourg résident en dehors du pays. Compte tenu de la petitesse du territoire, les comportements locatifs du Luxembourg pourraient s'apparenter à ceux rencontrés en Ile-de France. Les plus fortunés s'installent sur le territoire lui-même; et la banlieue parisienne correspondrait à la grande région entourant le pays (Metz en France, Arlon en Belgique et Trêve en Allemagne). Ce comportement devrait s'accroître sous deux effets: au-delà de la préférence des propriétaires pour les baux commerciaux, les prix et la disponibilité du bail au Luxembourg sont nettement plus élevés que ceux des pays limitrophes. Ce comportement est surtout culturel. En effet, les travailleurs étant majoritairement non nationaux conservent leurs habitudes en voulant résider dans leur pays d'origine. Pour pallier à ces insuffisances, l'Etat luxembourgeois a entrepris une vaste réforme d'urbanisation en matière de logement locatif au centre ville. De plus, un projet de décentralisation est en cours. Une autre ville du pays pourrait bientôt accueillir massivement des entreprises.

En complément de l'habitat, nous avons voulu comprendre l'impact de certains facteurs tels que les équipements publics (eau, électricité, gaz...) ou collectifs (maisons de retraites, crèches...) qui sont assez souvent liés à l'urbanisation générale. Si certains sont foncièrement marchands, d'autres tels que les crèches peuvent être offertes par les entreprises. Si les équipements publics sont sans contexte liés au bien-être individuel des personnes chez elles, les équipements collectifs eux, peuvent participer à la productivité au travail. En effet, la productivité des parents est nettement améliorée s'ils ont une institution qui s'occupe de leurs enfants. Pour les équipements publics en général, il convient d'étudier leur qualité et leur accessibilité. Quant aux équipements collectifs, la contrainte s'exprime aussi en terme de densité.

Pour ce facteur, les professionnels luxembourgeois ont une appréciation moyenne quant à son importance avec un score absolu de 3,05. Ces réponses peuvent avoir été biaisés par le comportement global sur la place financière. En effet, résidant majoritairement en dehors du pays, ils ont l'habitude de bénéficier des infrastructures des pays limitrophes. Ce comportement serait-il analogue dans le cas d'une place financière plus vaste? La tendance

au négativisme des jugements laisse penser qu'il s'agirait de réponse pouvant être généralisée. Notre optimisme s'explique par le fait que la place luxembourgeoise pourrait être qualifiée par son internationalisme. Les professionnels venant de divers horizons ont pu comparer différents systèmes.

L'environnement de travail pour les entreprises est aussi influencé par les transports, les coûts d'implantation et les réseaux de communication. Les coûts d'implantation résument tous les coûts engagés afin de s'implanter sur un territoire donné. Cela renferme plus directement les coûts de l'immobilisation, les frais d'études de faisabilité, les frais de notaire. Le transport fait référence à tout type de transport permettant à l'entreprise d'échanger avec son environnement. Il s'agit de cerner l'importance de l'existence et la qualité d'un aéroport, d'une voie ferrée (de préférence les lignes à grande vitesse) et des routes et parkings. Finalement, les réseaux de communication résument tous les éléments tels que le téléphone, le fax, l'Internet, etc. Dans leur analyse, les professionnels luxembourgeois accordent une importance relative à ces trois facteurs dans l'attractivité d'une place.

Un élément principal d'attractivité d'une place est la proximité géographique. En effet, de plus en plus, les professionnels éprouvent le besoin d'être plus proches de leurs clients et autres partenaires. Cela accentuerait la confiance que les investisseurs placent en eux.

Il convient donc que la société d'investissement soit suffisamment proche d'un point de vue géographique et / ou virtuellement; par virtuellement, nous entendons être situé dans le même fuseau horaire. Il faut donc être joignable aux mêmes heures de travail. En effet, un client qui a un décalage horaire important avec la société d'investissement sera réticent en ce sens qu'il lui est difficile de joindre la société pour toute opération telle que passer un ordre. Il peut devenir rédhibitoire de toujours faire un calcul pour passer un ordre en temps opportun.

Le contact avec les investisseurs est essentiel pour mieux décrire les produits et aider le client dans ses choix d'investissement. Tout ceci implique donc que l'entreprise soit sur le territoire ou non loin du client. Certaines sociétés l'ont bien compris au point qu'elles créent des filiales de distribution dans certains pays présentant une profondeur financière intéressante.

Un autre facteur de développement d'une place reste sa facilité d'accès. L'existence d'un aéroport international, d'une ligne ferroviaire (exemple du TGV), des nouvelles technologies de l'information et de la communication est essentielle pour le développement d'une place.

Les coûts d'implantation et les réseaux de communication obtiennent respectivement des scores absolus de 3,34 et 3,70. Le second facteur a une tendance beaucoup plus marquée à l'importance que le précédent. S'ils semblent accorder moins d'importance à ces deux facteurs, les professionnels luxembourgeois vouent une plus grande importance au transport. Avec un score de 4,16 ce dernier facteur est classé cinquième sur notre liste. Il faut dire qu'au Luxembourg les employés voyagent énormément. Que ce soit pour leurs déplacements logement – travail ou pour des voyages professionnels. Cela s'explique par deux effets: la proportion de transfrontaliers induit une forte utilisation des réseaux routiers et ferroviaires. Par ailleurs, les entreprises luxembourgeoises étant le souvent des filiales, les employés sont couramment amenés à se déplacer vers le siège. Jusqu'à une date récente, ce type de déplacement se faisait par avion; mais il faut prévoir une augmentation des usagers de la voie ferrée avec l'ouverture de la ligne de trains à grande vitesse entre Luxembourg et Paris.

Les entreprises ont tendance à se regrouper géographiquement par finalité "sectorielle", c'est-à-dire, les entreprises d'une même industrie seront enclines à une agglomération. De ce fait, nous avons voulu comprendre l'effet de la proximité des acteurs. Dans un premier temps, nous voulions comprendre la force de l'agglomération dans le secteur. Dans un second temps, il s'agissait de savoir quel impact cela pourrait avoir sur d'autres secteurs qu'ils soient connexes ou complètement différenciés.

L'existence d'un nombre important de sociétés d'investissement et même d'autres structures financières (banques, assurance, etc.) localisées sur la place financière permet d'avoir un intérêt international. Logiquement, nous pensons qu'il doit y avoir une taille de marché raisonnable pour pouvoir répondre aux besoins de la clientèle internationale de façon efficiente.

Dans l'industrie des fonds, la concentration de divers acteurs sur la même place est un avantage considérable. Les professionnels de l'assurance tels que les courtiers sont de très bons distributeurs de produits de fonds d'investissement. De plus, des partenariats avec certaines banques peuvent conduire à des formulations de packages commerciaux avantageux.

Si la proximité des concurrents semble moins importante (score de 4,02) que celles d'autres acteurs (score de 4,25), les professionnels s'accordent à reconnaître leur importance. De ce fait, nous pouvons conclure que l'attractivité d'une place financière de fonds est fortement influencée par la taille de l'industrie locale. Cependant, cette agglomération pourrait ne se faire que dans un domaine d'activité. Au Luxembourg, la concentration est plus grande dans la domiciliation et l'administration de fonds. Par ailleurs, l'émergence de cette industrie induit celle d'autres secteurs. Il ne faut pas oublier le rôle prépondérant des banques et des assurances dans la distribution des produits de fonds.

Finalement, avec la concentration des sociétés d'investissement, les interactions sont de plus en plus fréquentes et, induisent ainsi une réduction des coûts. A terme, cela conduit à une concentration d'autres industries sur la même place afin de bénéficier des mêmes avantages en termes d'infrastructures et de services fournis.

Les derniers facteurs que nous avons étudiés dans le cadre de cette enquête sont ceux relatifs au pays lui-même. Par potentiel économique, nous souhaitons cerner le dynamisme du marché en termes de fonds d'investissement. Le potentiel économique d'un territoire peut être mesuré par l'évolution de son produit intérieur brut ou le niveau de ses investissements. Cependant, ces mesures peuvent être erronées dans le cas de certaines économies caractérisées par leur petite taille et leur ouverture internationale. En effet, dans ce cas, certains revenus distribués par ce produit intérieur brut sont transférés hors du pays. Pour ce facteur, les professionnels de fonds accordent une importance mesurée. Il faut signaler que compte tenu de sa grande ouverture internationale, le Luxembourg est certainement très exposé aux heurts de l'économie mondiale. Certainement qu'en matière de domiciliation de fonds, le potentiel économique du pays n'est pas très indispensable. Cependant, les entreprises restent très regardantes sur les structures politiques et administratives.

Notre analyse de l'efficacité des structures politiques et administratives regroupe l'ensemble des offres du secteur non-marchand telles que l'administration et le système de décision politique. Ce facteur apparaît d'une importance capitale dans l'attractivité d'une place financière de fonds d'investissement. Il obtient un score de 4,26. Généralement, les Etats élaborent des stratégies telles que les investissements publics, les incitations à entreprendre, la régulation ou l'amélioration des infrastructures. Le facteur est globalement vu sous trois angles, à savoir son efficacité, la compétence des autorités administratives et l'accessibilité au service public. Ces exigences devraient répondre à la complexité et à l'opacité du système. En effet, les entreprises sont à la recherche de sites d'implantation pouvant garantir leur stabilité.

Le cadre réglementaire et fiscal a été classé au premier rang de notre sélection. Si le cadre réglementaire et fiscal peut être jugé discriminatoire vis-à-vis des entreprises étrangères dans certains pays, avec un score absolu de 4,43, il est incontestablement le déterminant principal de l'attractivité dans l'industrie des fonds d'investissement. Pour ce déterminant, les entreprises de fonds sont très regardantes du niveau de fiscalité, la complexité de la réglementation et la justesse de la législation. Cette place de choix qu'obtient ce facteur pourrait être due au fait que la plupart des entreprises de fonds installées sur le territoire

ont été attiré par des éléments fiscaux. En effet, le Luxembourg est très souvent cité parmi les premiers à transcrire en lois nationales les Directives Européennes. Avec son avancée consécutive à sa dextérité quant à la Directive Européenne 85/611/CE (appelée UCITS I), l'expérience a montré que cela avait clairement contribué au développement d'un centre d'excellence en matière de produits à vocation transfrontalière.

De plus, avec l'intégration rapide des directives 2001/107 et 2001/108 (appelées UCITS III), le Luxembourg se donnera les moyens de conserver son avance en développant et en attirant les compétences nécessaires pour profiter pleinement des opportunités de la Directive tout en gérant au mieux les contraintes. UCITS III vise autant l'élargissement des règles de placement et à moderniser les techniques de gestion des fonds paneuropéens que l'approfondissement des exigences requises à l'égard des promoteurs en matière de fonds propres et de gestion (notion dite de substance). Cependant, si cela donne à la place luxembourgeoise un atout additionnel et déterminant, il n'est peut être pas bien décisif. Le Luxembourg doit continuer à répondre aux attentes des promoteurs. Il est primordial que les autorités et l'industrie continuent à travailler dans la même direction pour proposer des produits innovants et adaptés aux besoins du marché.

3.2 Les acteurs du développement

Pour l'analyse des acteurs principaux du développement d'une place financière de fonds d'investissement, nous avons demandé aux professionnels d'attribuer des scores d'importance à une quinzaine d'acteurs sélectionnés en accord avec la littérature et les préoccupations des entreprises de fonds. Soixante dix-neuf professionnels ont participé à la question 5 de notre étude.

Les résultats à cette question sont consignés dans le tableau suivant. Attribuant un coefficient à chacun des niveaux d'importance ("pas important"= 1 ; "plutôt important"=2 ; "moyen"=3; "plutôt important"=4 et "important"=5) nous définissons un score absolu qui correspond à la moyenne des scores individuels (avec le coefficient attribué). Le score relatif est le ratio du score absolu et du total des scores absolus. Le maximum de score absolu est 5 et le minimum est 1.

Tableau 2: Les acteurs prioritaires pour le développement d'une place financière de fonds d'investissement

Acteurs	Pas important	Plutôt moyen	Moyen	Plutôt important	Important	Score absolu	Score relatif
Fonds d'investissements et assimilés		-	-	12,7%	87,3%	4,87	11,6%
Institutions bancaires		-	7,6%	36,7%	55,7%	4,48	10,7%
Investisseurs privés		-	7,6%	67,1%	25,3%	4,18	10,0%
Assurances (compagnies, courtiers..)		-	13,9%	78,5%	7,6%	3,94	9,4%
Ressortissant de l'Union Européennes		-	21,5%	70,9%	7,6%	3,86	9,2%
Population nationale non active	-	16,5%	29,1%	48,1%	6,3%	3,44	8,2%
Population nationale active	7,6%	8,9%	51,9%	21,5%	10,1%	3,18	7,6%
Entreprises multinationales	-	16,5%	63,3%	15,2%	5,1%	3,09	7,4%
Entreprises non financières	12,7%	48,1%	22,8%	10,1%	6,3%	2,49	6,0%
Intellectuels	12,7%	51,9%	35,4%	-	-	2,23	5,3%
Recherches-Chercheurs	22,8%	34,2%	43,0%	-	-	2,20	5,3%
Ressortissant non-Européens	8,9%	67,1%	24,1%	-	-	2,15	5,1%
Formations et étudiants	44,3%	36,7%	19,0%	-	-	1,75	4,2%

Il apparaît que les premiers acteurs du développement d'une place financière de fonds d'investissement sont les entreprises de fonds (score de 4,87), les institutions bancaires (score de 4,48), les investisseurs privés (score de 4,18), les assurances (score de 3,94) et les ressortissants de l'Union Européens (score de 3,86). Les acteurs qui semblent peu déterminants

pour l'émergence d'une place sont les étudiants et le système éducatif (score de 1,75), les ressortissants de pays hors Union Européenne (score de 2,15), les chercheurs et la recherche (score de 2,20) et les intellectuels (score de 2,23). Par ailleurs, la population nationale, qu'elle soit active ou non, les entreprises multinationales ou non financières, semblent jouer un rôle intermédiaire dans le développement d'une place financière de fonds.

Nous ne sommes pas surpris que les entreprises de fonds d'investissements soient les premiers acteurs du développement d'une place financière. Les professionnels semblent n'avoir aucun doute sur son importance; une proportion significative des professionnels lui voue une importance capitale. Les seules personnes qui lui attribuent la seconde meilleure note (plutôt important) ont globalement donné cette note comme plus forte pour tous les acteurs. Un corollaire de ce résultat est que, généralement, les entreprises de fonds d'investissement sont enclines à l'agglomération. La présence sur un même territoire de plusieurs entreprises de fonds est gage de qualité et d'attractivité.

Incontestablement, les banques sont classées second acteur de l'émergence d'une place financière de fonds avec un score absolu de 4,48. Ainsi, la puissance de l'industrie bancaire joue-t-elle un rôle capital dans le domaine des fonds? Historiquement, les fonds d'investissement étant des départements de grandes banques, le développement de ces deux acteurs a longtemps été lié. Aujourd'hui les plus grandes places financières bancaires sont des places de gestion de fonds d'investissement. Les gérants de fonds sont globalement localisés dans les centres bancaires. La moitié des sondés n'a aucun doute quant à l'implication des banques dans le développement de l'industrie des fonds. Cependant, une proportion faible des professionnels luxembourgeois lui attribue une importance moyenne.

A l'instar de l'industrie bancaire, les assurances semblent avoir une place de choix dans l'industrie des fonds d'investissement. Cependant, contrairement aux banques qui cumulent la majorité des réponses en "important", pour les assurances, l'importance semble faiblir. En effet, les trois quarts des sondés pensent que les assurances sont d'une importance mesurée dans l'activité des fonds. La tendance est à l'affaiblissement du rôle des assurances dans le développement des fonds d'investissement.

Nous avons aussi essayé de cerner le rôle d'autres acteurs institutionnels dans l'essor d'une place de fonds. Il apparaît que les firmes multinationales n'ont qu'une importance moyenne (avec un score de 3,09) quoique légèrement tournée vers un accroissement prévisible. Par ailleurs, les autres entreprises non-financières semblent peu intervenir dans l'industrie des fonds. Avec un score de 2,49, leur importance devrait s'amenuiser dans le temps. Cependant, pour ces deux types d'agent, il faut signaler que certains professionnels, même s'ils sont en minorité, leur accordent une importance majeure (respectivement 5,1% et 6,3%).

Dans notre étude, le troisième acteur du développement de l'industrie des fonds d'investissement reste l'ensemble des investisseurs privés. A juste titre, 67,1% des sondés lui attribuent un rôle d'importance mesurée. Les plus sceptiques (7,6%) ne lui ont accordé qu'une importance moyenne. Seul le quart des sondés le gratifie d'une importance capitale. Notre analyse lui attribuant un score absolu de 4,18, nous sommes à même de conclure que les investisseurs privés sont des acteurs incontournables de l'émergence d'une place financière. De ce fait, le niveau économique d'un territoire est important pour prétendre à un développement de son industrie des fonds.

Pour mieux appréhender le rôle des investisseurs privés, nous avons établi deux classifications: l'une fondée sur la nationalité et l'autre sur la situation dans l'emploi. L'analyse de la nationalité montre que les ressortissants de l'Union Européenne jouent un rôle pour le moins important dans l'industrie. Ils cumulent un score absolu de 3,86 avec un maximum de 70,9% des professionnels qui la jugent suffisamment importante. A contrario, les ressortissants hors Union Européenne ne sont pas importants dans l'activité de fonds. Ce résultat est le reflet d'une analyse que font les entreprises de fonds dans leur activité. Notre étude étant

largement concentrée sur l'Europe et singulièrement sur les professionnels luxembourgeois, il va de soit que ceux-ci ne soient ordinairement en contact qu'avec des citoyens européens.

De la seconde typologie liée à la situation dans l'emploi, autant les actifs que les non actifs nationaux, les professionnels ne semblent pas leur vouer une importance incontestable dans l'essor d'une place financière de fonds d'investissement. Cependant, avec un score de 3,44, les non actifs semblent suffisamment importants. Cette préférence est due au fait que généralement les plus gros investisseurs privés sont des retraités. Une analyse similaire pourrait être faite pour les actifs, cependant les professionnels ne s'accordent pas vraiment sur leur importance. En effet, la moitié des sondés lui accordent volontiers une importance moyenne ce qui lui donne un score absolu de 3,18, juste derrière les non actifs.

Finalement, notre étude s'est penchée sur le niveau d'éducation. Les professionnels avaient à juger le rôle des intellectuels, de la recherche et de l'éducation. Ces trois éléments apparaissent au bas de l'échelle d'évaluation. Avec un score de 2,23, l'importance des intellectuels est certainement faible. Même si 35% leur attribuent sa plus forte appréciation qui est moyenne, il ne faut pas oublier que la tendance est à la minimisation de son importance. Ce résultat nous semble problématique; les entreprises de fonds fuiraient-elles les investisseurs privés avertis?

Contrairement à une idée bien connue, les professionnels luxembourgeois semblent n'accorder aucune importance à la formation et à la recherche. Si nous partons du postulat que la formation est un facteur de développement des compétences pour les générations qui seront soit les travailleurs qualifiés ou les investisseurs avertis futurs, ce résultat est décevant. Plus de 44% des professionnels pensent que la formation n'a aucun rôle dans le développement d'une place financière de fonds. La meilleure appréciation vient de 19% des professionnels qui trouvent qu'elle jouerait un rôle moyen. Comment expliquer la forte demande de main d'œuvre qui ne peut être couverte que par les frontaliers, ou des travailleurs venus d'autres pays ? Au Luxembourg, la main d'œuvre non résidente représente près des deux tiers des travailleurs. Par ailleurs, assez paradoxalement, les autorités luxembourgeoises ont entrepris une forte campagne pour améliorer le système éducatif notamment dans l'enseignement supérieur. La seule Université du pays à vocation à s'ouvrir aux étudiants étrangers et à proposer des formations beaucoup plus adaptées aux besoins financiers.

De façon analogue, si la recherche est l'accumulation de savoirs pour favoriser le développement à long terme, elle semble peu importante. Cependant, elle paraît légèrement mieux appréciée. Il est fort probable que l'industrie commence à s'y intéresser. En effet, 22,8% des sondés la trouve inappropriée, tandis que 43% pensent qu'elle joue un rôle moyen dans le développement de l'industrie. Comment expliquer cette mauvaise appréciation de la formation et à la recherche ? Au Luxembourg, la quasi-totalité des employés hautement qualifiés a fait ses études à l'étranger. Ces jugements seraient-ils une mauvaise interprétation de la question ou un mécontentement notoire vis-à-vis d'un système éducatif mal entretenu?

Au-delà de ce mauvais aura voué à la formation et à la recherche, nous pensons qu'une place qui veut se développer a intérêt à améliorer son système éducatif et la recherche. Il est important de paupériser l'enseignement supérieur tout en gardant des formations d'élite. De ce fait, il convient de combiner une formation supérieure bidimensionnelle. En d'autres termes, un niveau accessible au plus grand nombre de personne en vue de définir un niveau de qualification suffisamment élevé, et un niveau "d'élite" qui pourrait être soit financé par les individus eux-mêmes soit par les entreprises. Il conviendrait aussi de développer des programmes d'échanges interuniversitaires et d'améliorer les conditions d'études des étudiants étrangers par des mesures telles que la non-restriction à l'accès au stage. En effet, dans certains pays, les étudiants étrangers sont soumis aux formalités d'autorisation de travail qui se soldent le plus souvent par des refus ou les entreprises ne sont pas toujours disposées à s'impliquer dans des démarches trop longues. Au niveau de la recherche, il est important de favoriser les recherches s'appuyant sur des compétences reconnues tout en

offrant des perspectives aux personnes s'engageant dans la recherche.

Cette analyse nous a permis de montrer les principaux acteurs à prendre en compte dans des stratégies de développement d'une place financière de fonds d'investissement. Ce développement influence-t-il d'autres secteurs?

4 Les implications économiques

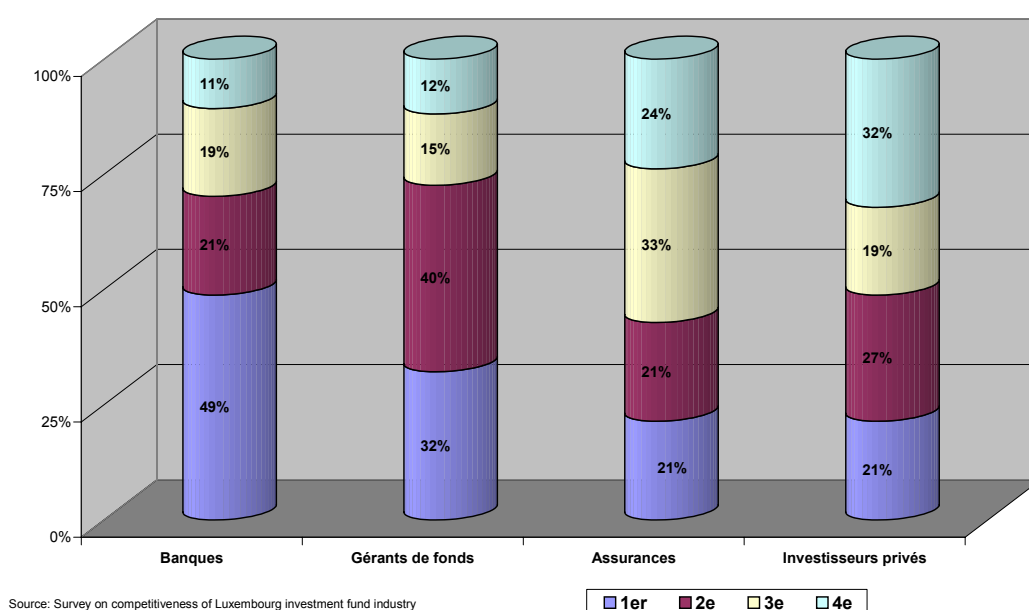
4.1 Les acteurs de la collecte de fonds

Dans l'industrie des fonds d'investissement, il est important d'analyser les principaux acteurs intervenant dans la distribution. La question 4 de notre questionnaire portait sur le poids des investisseurs tant institutionnels que privés.

- La catégorie "Gérants de fonds" résume des professionnels tels que les gérants de fonds de fonds et les conseillers financiers communément appelés "Independent Financial Advisers" (IFA), les analyste et assimilés.
- La catégorie "Assurance", résume tous les professionnels d'assurance (compagnies, courtiers..)
- La catégorie "Banque" résume l'ensemble des distributeurs du monde bancaire
- La catégorie "Investisseurs privés" est celle relative aux investisseurs privés.

Pour cette question quatre-vingt quatre professionnels luxembourgeois ont contribué à l'analyse. Il apparaît que l'industrie bancaire et les gérants de fonds sont les premiers collecteurs de fonds, et, dans une certaine mesure, suivent les assurances.

Graphique 3: Classement des principaux acteurs dans la collecte de fonds



Une proportion significative (48,8%) des sondés soulignent la prédominance de l'industrie bancaire dans la commercialisation des fonds d'investissement. La robustesse de cette interprétation tient du fait que seulement 10,7% des professionnels placent cet acteur au quatrième rang. Cette place de choix devrait encore s'améliorer. En effet, alors que seulement 52,4% des professionnels soulignaient que le rôle des banquiers avait connu une croissance dans le passé, ils seront encore plus de 66% à soutenir que ce rôle devrait décrire une ascension dans le cinq prochaines années. Par ailleurs, 11,9% des personnes qui plaçaient cet acteur au second rang pensent aussi que son rôle devrait croître.

Nous soutenons cette prévision de l'importance du monde bancaire parce que la proportion des personnes qui soulignaient la stagnation ou la décroissance (respectivement, 26,2% et 21,4%) des banques dans la distribution s'est largement amenuisée dans les prévisions (respectivement 22,6% et 10,7%). De plus, 33,3% des personnes qui soutenaient l'ascension du rôle des banquiers confirment cette ascension à plus ou moins long terme. Seulement 3,6% de personnes soulignent que le rôle des banquiers a certes été prédominant dans le passé, mais qu'il devrait connaître une décadence dans les cinq années à venir. Par ailleurs, alors qu'ils trouvaient que l'implication des banquiers avait stagné ces dernières années, 22,6% des professionnels soutiennent que ces acteurs devraient connaître une implication plus large dans un futur proche. Finalement, seulement 3,6% des sondés pensent que la participation des banquiers a connu une décroissance qui devrait se confirmer dans le futur.

Les gérants de fonds semblent disputer la première place avec les banques dans l'activité de distribution des fonds. En effet, il est vrai que notre étude met ces nouveaux acteurs à la seconde place avec 40,5% des réponses ; cependant, la proportion des personnes la plaçant à la première place demande une analyse plus approfondie. Il faut souligner le dilemme des professionnels à décrire l'évolution de cet agent économique. Alors qu'ils étaient 52,4% à penser que le rôle de cet acteur avait stagné dans le passé, les professionnels luxembourgeois n'arrivent pas à se départager quant aux perspectives d'évolution futures. Ainsi, 44% des enquêtés pensent que les gérants devraient connaître une croissance tandis que 34,5% prévoient une stagnation. Par ailleurs, alors que seulement 9,5% des personnes pensent que cet acteur confirmera la croissance de son rôle dans le futur, 21,4% des personnes penchent plutôt pour une confirmation de la stagnation.

Dans des proportions similaires (16,7%), les personnes ayant placé cette catégorie d'acteurs à la seconde place, prédisent soit une croissance soit une stagnation. Le fait que 23,8% des personnes qui plaçaient cet acteur à la première place lui vouent une belle confiance en prévoyant une croissance, nous réconforte dans notre analyse qui veut que les gérants de fonds soient les challengers des banquiers. Ce rôle devrait certainement connaître une ascension si nous analysons les prévisions à la hausse des personnes qui classaient cet agent à la quatrième place. Cependant, nous ne saurons être assez prudents pour dire que les personnes qui la classent à la troisième place restent très sceptiques quant à son évolution future. En conclusion, cet acteur semble amorcer une croissance de son rôle dans l'activité de distribution des fonds.

De façon analogue, l'analyse du rôle des assurances semble mitigée. Avec une évolution contrastée, les professionnels n'arrivent pas à s'accorder sur l'importance du rôle des assurances par rapport aux banques et aux gestionnaires de fonds. En effet, seulement le tiers des enquêtés classe cet acteur au troisième rang. Le reste des professionnels la range quasi-équitablement entre les première, seconde et troisième places. Une analyse globale des évolutions montre qu'en ce qui concerne le passé, l'unanimité ne peut être décrite. Quant aux perspectives d'avenir, les professionnels semblent beaucoup plus pencher pour une stagnation du rôle des assurances.

De façon plus détaillée, les personnes ayant estimé que cet acteur connaissait une croissance, semblent confirmer cela. En effet, 15,5% des enquêtés pensant que les assurances ont connu une croissance, prédisent cette tendance pour le futur. Par ailleurs, plus de 21 % de cette même catégorie penchent pour une stagnation du rôle. Cependant, force est de constater que, du côté des pessimistes, la tendance semble se confirmer. Il faut souligner que ceux qui ont sélectionné la troisième place pour cet acteur, prédisent globalement une tendance à la décroissance. Finalement, nous pensons que cette difficulté à classer les assurances vient du fait qu'elles ne jouent pas le même rôle sur différents marchés. En effet, alors que les courtiers d'assurances sont des acteurs incontournables en Belgique et surtout aux Pays-Bas (avec les fonds de pension), ils sont largement oubliés sur des marchés comme l'Allemagne. En outre, il faut craindre une baisse tendancielle du rôle des assurances dans l'industrie globale des fonds d'investissement.

Si les professionnels de l'industrie s'accordent sur la perte de vitesse du rôle des investisseurs privés dans la distribution des fonds, ils ne s'accordent cependant pas sur leur rang. Assez paradoxalement, 32,1% des professionnels les classent au dernier rang, une proportion non négligeable les voit parmi les premiers acteurs. En effet, soulignant dans un premier temps la stagnation du rôle de cet acteur, 21,4% des professionnels la classent à la première place; dans un second temps, admettant plutôt une tendance à la décroissance 27,4% des sondés penchent pour la seconde place. Finalement, seulement 19% des personnes le mettent à la troisième place tout en soulignant une tendance continue à la décadence. L'élément qui pourrait confirmer le rang accordé à cette catégorie reste le fait que parmi les personnes qui lui allouaient la dernière place aucune n'a mentionné une quelconque croissance ni dans le passé ni dans le futur. Faut-il par conséquent conclure à la disparition des investisseurs privés comme acteurs directs dans la collecte des fonds d'investissement?

Cette analyse des acteurs de la collecte montre la montée en puissance des investisseurs institutionnels au profit des investisseurs privés. Il reste évident que les investisseurs individuels sont des consommateurs finaux primordiaux de l'industrie des fonds d'investissement ; cependant, de plus en plus on préfère qu'ils passent par un intermédiaire financier s'ils veulent investir dans un fonds. Par ailleurs, il faut peut-être souligner le fait que ces institutions qui offraient déjà d'autres produits financiers, peuvent inclure dans leurs package des parts de fonds d'investissement. De plus, la proximité historique des banques et assurance vis-à-vis des investisseurs privés simplifie la distribution des fonds.

4.2 Les externalités économiques

Le développement d'une industrie induit souvent celui d'autres industries. Dans ce cas notre étude entreprend de cerner les comportements des firmes de fonds en termes d'outsourcing. Confier certaines tâches à des prestataires de services peut avoir plusieurs causes. Dans un premier temps, l'entreprise peut ne pas disposer de suffisamment de tâches pour créer un poste permanent. La seconde cause est l'existence d'un budget adapté. Par ailleurs, il se peut que l'entreprise ne dispose pas de personne adéquate pour coacher un responsable du service à outsourcer. L'outsourcing offre beaucoup de flexibilité aux entreprises dans le sens où celles-ci peuvent mettre fin au contrat du prestataire plus facilement qu'à celui d'un collaborateur engagé à durée déterminée ou indéterminée. Finalement, certaines entreprises ont recours à l'assistance d'un prestataire avant de créer un département en interne. Pour cette étude, à la question 3, nous avons interrogé des professionnels venant de vingt entreprises différentes.

L'activité d'agent de transfert et celle de marketing ont des comportements quasi identiques. Le premier est majoritairement traité en partenariat avec des prestataires de services. Seules 10% des entreprises affirment le faire d'elles-mêmes. Ce résultat est confirmé par l'accroissement des activités des entreprises qui s'y sont spécialisées pour le compte des

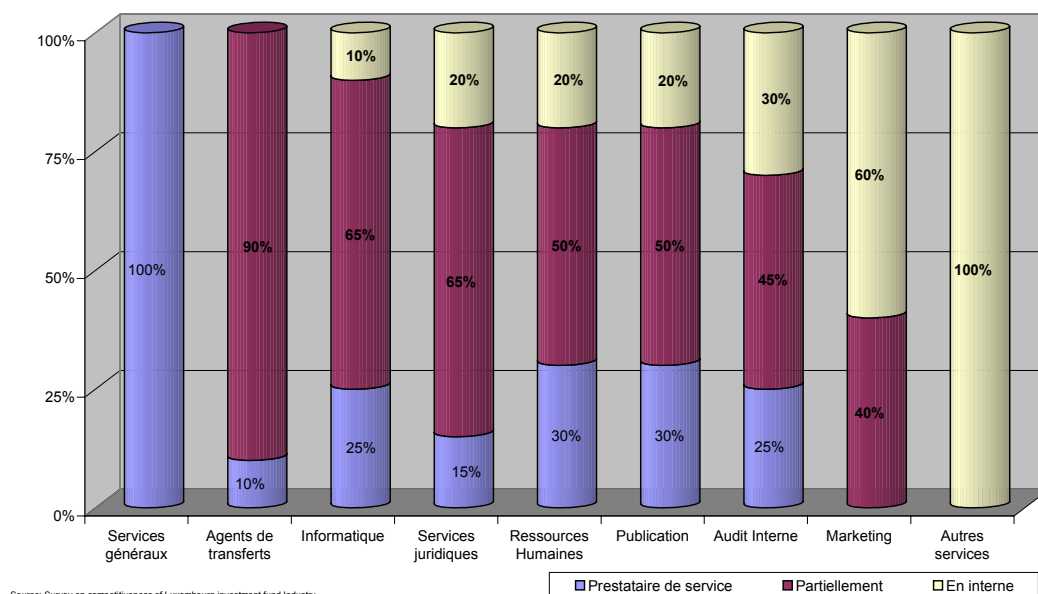
maisons de gestion. De l'autre côté, le marketing est exécuté à 60% en interne. Le reste du temps l'entreprise fait appel à un prestataire de services. Il faut signaler que dans la majeure partie de ces cas, il s'agit de missions ponctuelles même si elles pourraient être régulières.

Du côté des services informatiques, seul 10% des entreprises gèrent en interne leur propre service. Le quart des entreprises a tendance à confier entièrement son système à un prestataire. Généralement, cela se fait en partenariat. Le fait est que la grande majorité des entreprises au Luxembourg sont des filiales. Le service informatique est généralement géré depuis la maison mère. La filiale ne se contente que d'un consultant - prestataire de services qui intervient souvent quelques jours par semaines.

Si au niveau des services juridiques, des ressources humaines et des publications, 20% de leur gestion s'effectue en interne, il faut cependant souligner l'accroissement de la part de l'outsourcing. Cependant, il ressort de notre étude que moins de 30% des entreprises confieraient l'entièreté de ces services juridiques à un prestataire. Par ailleurs, l'audit interne semble se développer au sein de l'entreprise. Il faut ici souligner le fait que généralement les auditeurs-prestataires sont recrutés par les entreprises qu'ils sont sensés auditer.

Finalement, et à juste titre, les entreprises luxembourgeoises de fonds semblent confier l'entièreté de leurs services généraux tels que le nettoyage et la sécurité à des prestataires. De l'autre côté, tous les autres services sont gérés en interne. Cette analyse de l'outsourcing nous a permis de déterminer les autres secteurs d'activité qui pourraient se développer parallèlement à l'essor d'une place financière de fonds.

Graphique 4: Analyse du degré d'outsourcing dans l'industrie des fonds d'investissement



5 Les stratégies de localisation et l'industrie européenne

5.1 Délocalisation partielle ou totale

Nous avons demandé aux professionnels de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg de donner leur avis sur la délocalisation partielle ou totale dans leur industrie. Cette analyse porte sur deux points essentiels. Dans une première approche nous avons demandé aux professionnels de dire ce qu'ils pensent de la délocalisation. La seconde approche est celle qui donnait aux professionnels l'occasion de s'exprimer sur des motivations pouvant guider la délocalisation. Si cent quinze professionnels ont participé à la question 8 portant sur la première approche, seulement cent trois ont répondu à la question 9 pour la seconde approche.

a) Quel intérêt pour la délocalisation

Dans la première approche visant à cerner ce que pensent de façon macroéconomique les professionnels, il s'agissait de classer quatre niveaux hiérarchiques descendants d'attente dans un processus de localisation: avantage certain, compétitivité assurée, compétitivité potentielle et absence de valeur ajoutée. Le professionnel est sensé donner son approbation à chacune de ces quatre assertions. Cette classification, assez réductrice, a pour but de cerner assez facilement les entendements des professionnels.

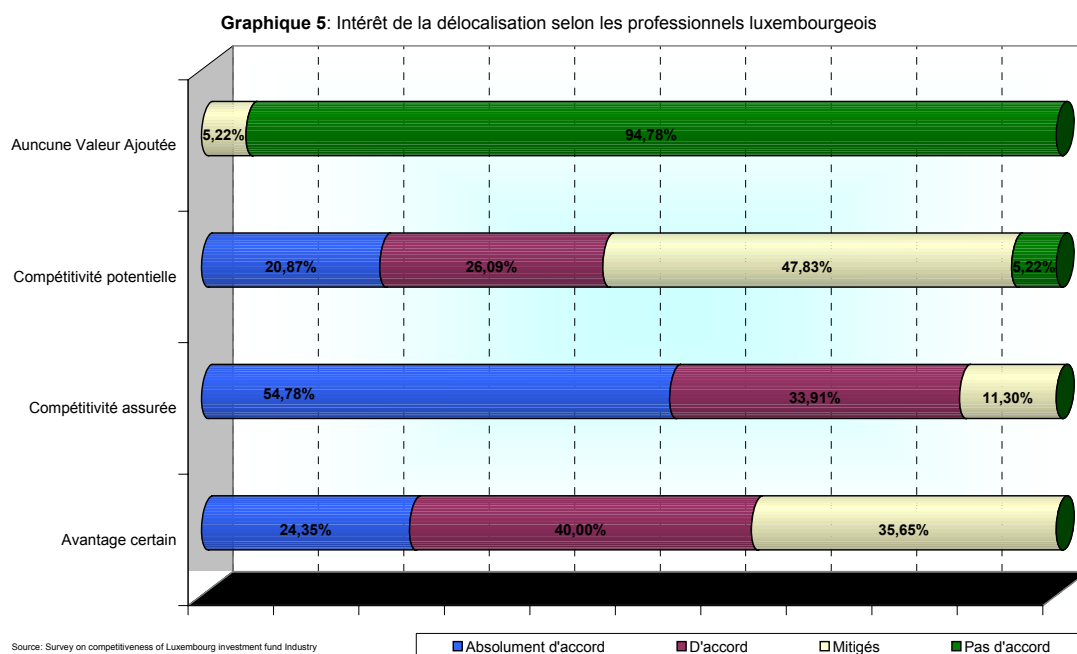
Le constat inéluctable est que la quasi-totalité des sondés ont conscience d'un apport significatif dans un processus de délocalisation. En effet, même si 5,22% d'entre eux restent mitigés quant aux avantages potentiels de la délocalisation, ils sont 94,78% à refuser que la délocalisation n'apporte aucune valeur ajoutée. Les personnes qui ont exprimé leur relatif scepticisme sont généralement issues des grands groupes paneuropéens. De fait, nous pensons que ces groupes ont certainement atteint leur paroxysme d'implantation. Si 54% de ceux qui ont refusé l'assertion voient la délocalisation comme facteur de compétitivité assurée et seulement 2,6% comme l'expression d'une quête de rentabilité certaine, la totalité d'entre eux paraît mitigée quant à soutenir que la délocalisation vise à assurer une compétitivité potentielle.

L'analyse de la délocalisation comme vecteur de compétitivité potentielle montre que la totalité des 5,22% qui avaient exprimé leur mutisme pour ce qui est des avantages de la délocalisation, refusent l'idée que la délocalisation, fut-elle totale ou partielle, puisse exprimer un besoin de compétitivité potentielle. Le tiers de ceux-ci pense que la délocalisation vise à assurer un avantage certain et, les deux tiers restants nuancent un peu leur propos en stipulant que les fonds se délocalisent pour bénéficier d'une compétitivité assurée. Comme pour supporter les 5,22% d'entre eux qui ne la soutiennent pas, 47,83% des professionnels luxembourgeois restent mitigés pour ce qui est de voir en la délocalisation un facteur de compétitivité potentielle. De ces derniers, 36% ont classé la délocalisation comme vecteur premier de rentabilité et le reste comme facteur de compétitivité assurée.

Croire que la délocalisation conduit à une compétitivité assurée semble réunir les préoccupations de tous les professionnels de fonds au Luxembourg. En effet, même si 11,3% d'entre eux restent mitigés quant à soutenir cette thèse, plus de la moitié d'entre eux restent absolument d'accord. Les mitigés de la présente thèse ont pour moitié fortement soutenu que la délocalisation est facteur de compétitivité potentielle et l'autre moitié qu'elle est facteur évocateur de rentabilité certaine. L'analyse des plus optimistes de cette thèse, montre que 38% sont simplement d'accord avec l'assertion voulant que la délocalisation soit source de compétitivité potentielle et 62% d'entre celle qui veut que la délocalisation soit un avantage certain.

Le plus haut niveau de ce que l'on attendrait de la délocalisation est qu'elle soit source d'un avantage certain. Ce niveau semble donner des résultats peu satisfaisants. En effet, 35,65% des sondés sont mitigés quant à la force de cette assertion et soutiennent que la délocalisation est un facteur de compétitivité assurée ou potentielle. Malgré les quasies 25% d'opinions très favorables, nous pensons que les professionnels luxembourgeois souhaiteraient garder une certaine réserve pour ce qui est de voir la délocalisation comme un avantage certain.

Cette analyse de la délocalisation dans l'industrie des fonds d'investissement ne saurait contenir de biais certain. En effet, au delà de toute considération linguistique, nous avons bien expliqué les niveaux hiérarchiques quant à ce que l'on pourrait attendre d'un processus de délocalisation. Ainsi tout professionnel sait que "avantage certain" est le plus haut niveau de classification, suivi par "compétitivité assurée", puis "compétitivité potentielle" et, finalement, "aucune valeur ajoutée". Par ailleurs, il est demandé à chaque professionnel de faire un classement de ces quatre niveaux. Ce n'est qu'à l'analyse que nous avons ajouté des vocables aux différents rangs. Ainsi classé un niveau au premier rang suppose l'acceptation incontestable de celui-ci alors que le classer au quatrième rang suppose sa désapprobation totale.

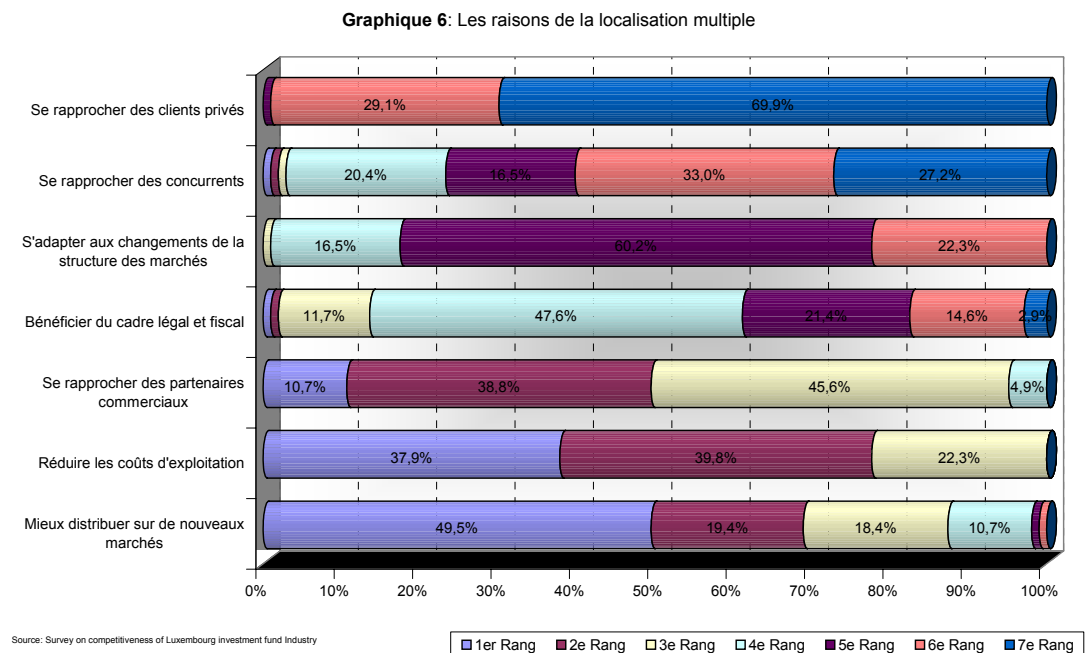


b) Les raisons de la localisation multiple dans l'industrie des fonds

La seconde analyse de la délocalisation dans l'industrie des fonds est celle où les professionnels devraient classer sept grandes motivations de délocalisation. Le choix de ces motivations a été guidée par une enquête préliminaire auprès d'une sélection de professionnels. Lors de cette enquête préliminaire la sélection devait lister les dix plus grandes motivations qui guideraient une délocalisation; nous avons donc gardé les sept motivations dont ont parlé tous les sondés (de l'enquête préliminaire). Ces motivations sont:

- Mieux distribuer sur de nouveaux marchés;

- Réduire les coûts d'exploitation;
- Se rapprocher des partenaires commerciaux;
- S'adapter aux changements de la structure des marchés;
- Bénéficier du cadre légal et fiscal;
- Se rapprocher des concurrents;
- Se rapprocher des clients privés.



De façon générale les fonds d'investissement se délocalisent pour trois grandes raisons. La première raison est une question d'expansion. En effet, les professionnels de fonds au Luxembourg ont pour moitié classé au premier rang la motivation de mieux distribuer sur de nouveaux marchés. Et, de façon presque harmonisée, seuls 19% (respectivement 18%) la classent au deuxième (respectivement troisième) rang. Par ailleurs, si 11% d'entre eux la classe au quatrième rang, les 2% restants la classent équitablement entre le cinquième et le deuxième rang. Il convient de signifier que personne ne la classe à la dernière place, et les 1% enregistrés au cinquième et sixième rang sont négligeables. Des personnes n'ayant pas classé cette motivation au premier rang, 75% y ont préféré la réduction de coût et 21% celle de se rapprocher des partenaires commerciaux.

La seconde motivation de délocalisation est sans doute la réduction des coûts. Notre scepticisme face à ce classement vient du fait que cette motivation semble aussi disputer la première place avec l'envie de distribuer sur de nouveaux marchés. En effet, même si 40% des professionnels lui attribuent le second rang, ils sont 38% à dire que c'est la première raison de délocalisation. Les 22% restant lui attribuent la troisième place. Notre scepticisme grandit encore vu que cette motivation ne se voit attribuer que les trois premiers rangs. De ceux qui n'ont pas préféré cette motivation au premier rang 80% pensent que la place revient

à la quête de nouveaux marchés de distribution et seulement 17% jugent qu'elle reviendrait à la stratégie de se rapprocher des partenaires commerciaux.

Par partenaires commerciaux, nous englobons l'ensemble des investisseurs institutionnels, les autres institutionnels prestant dans la distribution des fonds. L'envie de se rapprocher de ces partenaires occupe la troisième place à hauteur de 46% sur notre sélection de sept motivations. Nous nous réconfortons de ce jugement qui traduit aussi l'importance de cette motivation vue que 39% des sondés la classe au second rang et 11% au premier rang. Par ailleurs, faut-il signaler que les 5% des professionnels restant lui attribuent la quatrième place; en d'autres termes personne ne la classe aux trois derniers rangs.

Aux antipodes de ces motivations principales, deux autres semblent ne pas convenir aux professionnels luxembourgeois: l'envie de se rapprocher des concurrents ou des investisseurs privés. La perte de vitesse du rôle des investisseurs privés dans la distribution des fonds est confirmée dans la présente analyse. En effet 70% des sondés pensent que le fait de vouloir se rapprocher des investisseurs privés n'est pas une motivation majeure de délocalisation, et lui attribuent la dernière place parmi la sélection des sept motivations. Même si 29% semblent un peu optimistes, ils ne lui accordent que le sixième rang.

Additionnellement, l'envie de se rapprocher des autres concurrents semble mériter une analyse similaire. Même si les avis semblent partagés sur la puissance de son rôle dans les décisions de localisation, seuls 3% des sondés lui accordent une des trois premières places. Ils sont toutefois plus nombreux à lui octroyer les dernières places (33% pour la sixième et 27% pour la septième).

A l'interconnexion de ces deux extrêmes, deux motivations semblent ne pas couvrir l'unanimité. Il s'agit de l'adaptation à la structure de marché et de l'envie de vouloir bénéficier d'un cadre légal et fiscal. Ces motivations décrivent une répartition quasi équitable des professionnels. Dans le cas de la structure des marchés, les professionnels semblent se répartir équitablement autour du cinquième rang. Ils sont 60% à classer cette motivation à la cinquième place. Parmi ceux-ci, 53% (respectivement 32%) préfèrent l'ambition de distribuer sur de nouveaux marchés (respectivement de réduire les coûts d'exploitation) au premier rang.

La motivation de vouloir bénéficier d'un cadre légal et fiscal donne des résultats surprenants, surtout que nous interrogeons des professionnels d'une place qui semble caractérisée par son cadre légal et fiscal. Dans une répartition quasi équitable autour du quatrième rang, où ils sont 48% à la placer, cette motivation semble perdre de l'importance au Luxembourg. Qu'est-ce qui pourrait expliquer cette appréhension des professionnels vis-à-vis du cadre légal et fiscal?

L'importance de notre analyse de la délocalisation dans l'industrie des fonds d'investissement nous permet de comprendre le processus de fragmentation de l'activité dans l'industrie des fonds d'investissement.

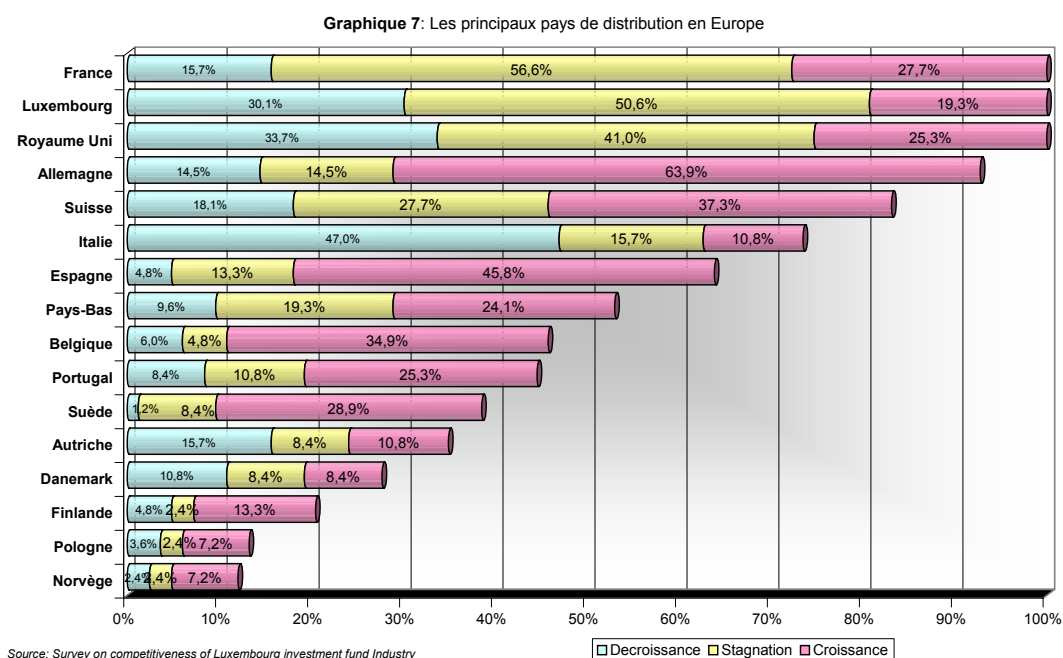
5.2 La fragmentation vue par les professionnelles

Notre étude sur la compétitivité dans l'industrie des fonds a consacré une section à la classification des pays selon les trois grandes activités de l'industrie des fonds d'investissement: la distribution, le management-gestion et la domiciliation. Cette sous-section compile les résultats relatifs aux questions 10, 11 et 12 de l'étude. Pour la question 10 portant sur la distribution, quatre-vingt trois professionnels ont participé. Ils ne seront plus que, soixante-dix-neuf pour la question 11 sur la localisation des gérants. Finalement 111 personnes ont répondu à la question 12 sur la domiciliation de fonds.

a) La distribution européenne de fonds

Aux termes de la distribution, les professionnels de fonds à Luxembourg ont listé un nombre de pays en décrivant les perspectives à moyen terme. Le graphique 6.3 montre les places financières ayant réuni plus de 15% des suffrages. Ainsi seize pays européens ont, à des degrés divers, été cité par les professionnels. Nous établissons donc une typologie des marchés de distribution:

- Les grands marchés: l'Allemagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Suisse;
- Les marchés secondaires: la Belgique, l'Espagne, les Pays-Bas et le Portugal;
- Les marchés du futur: l'Autriche, le Danemark, la Finlande, la Norvège, la Pologne et la Suède.



Les grands marchés sont ceux ayant été cités par plus de 70% des sondés. La France, le Luxembourg et le Royaume-Uni sont les seuls pays unanimement reconnus comme place de distribution. Cependant, pour ces trois pays, la tendance semble à la stagnation. En effet, à plus de 40%, les professionnels pensent que ces pays connaîtront une stagnation de leurs marchés en termes de distribution dans les années à venir. Par ailleurs, le marché luxembourgeois et Anglais semblent largement tournés vers une décroissance de son rôle dans la distribution des fonds.

L'Allemagne serait un futur grand pays de distribution dans un avenir proche. En effet, même si elle ne résume pas l'unanimité comme les trois premiers, les professionnels luxembourgeois ont largement exprimé leur optimisme quant à l'évolution dudit marché. Ainsi plus de 63% des sondés pensent qu'elle devrait connaître une croissance à moyen terme. Une analyse similaire est applicable à la Suisse qui ne réussit cependant pas à décrire une

position claire entre stagnation et croissance future. Par ailleurs, l'Italie, l'une des grandes nations de fonds à ce jour, semble souffrir d'un réel scepticisme des professionnels. En effet, même si plus de 73% des sondés la voit comme centre de distribution, plus de 47% de ceux-ci pense qu'elle connaîtra une décroissance d'activité les prochaines années.

Les marchés secondaires sont les dauphins dans la distribution européenne des fonds. Ils totalisent entre 40% et 70% des suffrages. Ces quatre marchés (la Belgique, l'Espagne, les Pays-Bas, et le Portugal) semblent tournés vers la croissance. Près de trois quarts des personnes ayant cités l'Espagne comme place financière de distribution ont largement exprimé leur optimisme quant à son évolution future. Les plus sceptiques concernant ce marché ne sont que 4,8%. Le second marché de cette catégorie, les Pays-Bas, ne réunit que 53% des professionnels. Par ailleurs, l'optimisme de ces professionnels semble largement diminué pour ce qui est de ce marché.

Le marché belge peine à réunir l'assentiment de la moitié des professionnels. Seulement 45,78% la jugent importante dans la distribution des fonds. Cependant, dans cette étude, c'est le marché qui résume le maximum d'optimisme. En effet, 76,3% de ceux qui citent ce marché sont convaincus de sa croissance future. Pour ce qui est du Portugal, le comportement est quasi similaire (seulement 44,58% des professionnels le voient comme place financière de distribution). Toutefois, seulement 25,3% de ceux-ci présument sa croissance future.

La troisième catégorie de pays est celle des marchés du futur. Hormis le Danemark, les professionnels semblent assez optimistes à l'évolution positive du rôle des pays scandinaves dans la distribution des fonds. Ainsi, plus de la moitié des personnes listant ces pays leur prédisent une croissance d'activité. Le cas du Danemark semble assez difficile à examiner. Les professionnels n'arrivent malheureusement pas à s'accorder sur son évolution future.

Dans cette même catégorie, l'Autriche semble en décadence. Près de la moitié des 34,94% de professionnels la citant restent pessimiste quant à l'évolution de son rôle. Toutefois, il ne faudrait pas oublier les 10,8% d'optimistes. Finalement, même si elle est peu citée, la Pologne semble être un important marché d'avenir quoique les opinions ne soient pour le moment pas très claires.

b) Analyse de la localisation des gérants de fonds d'investissement

La seconde grande activité que nous étudions est la localisation des gérants. Cette analyse nous permettra de classer les centres financiers de gestion des fonds d'investissement. Dans leur tentative de listing des six plus grands centres de gestion, les professionnels luxembourgeois ont mentionné un inventaire quasi unanime de pays (confère Fig 4.2). Nous récapitulons ici les dix premiers centres financiers les plus cités (soit par plus de 15% des sondés; les autres centres financiers non mentionnés dans cette analyse ne recueillent que moins de 4% des réponses.

En termes de gestion, le Royaume-Uni apparaît, à plus de 98%, comme le plus important centre en Europe. Ce résultat n'est pas étonnant quand nous savons la place importante de Londres dans la finance générale sur le continent née de son rôle dans l'assurance maritime internationale et dont le développement s'est ultérieurement effectué autour du *London Stock Exchange*. La grande satisfaction vient du fait que plus de 62% des professionnels la classant à ce rang sont très optimistes quant à une croissance de ce rôle dans les années à venir. Cette perspective semble robuste si nous considérons les 16,5% de professionnels prédisant la décadence.

La seconde place financière de gestion est incontestablement la France avec son centre Parisien qui, depuis des décennies, joue un rôle de première importance dans la finance internationale. Si dans un précédent article, nous avons montré que la France a mis en œuvre diverses stratégies soit d'attractivité soit pour accroître sa compétitivité, il faut croire que ces efforts n'ont pas vraiment convaincus. En effet selon 64,6% des professionnels luxem-

bourgeois, cette place financière devrait voir son rôle s'amenuiser dans un avenir proche. Notre scepticisme est confirmé par le fait que seuls 11,4% de ces professionnels prédisent une augmentation de son rôle dans la gestion des fonds d'investissement.

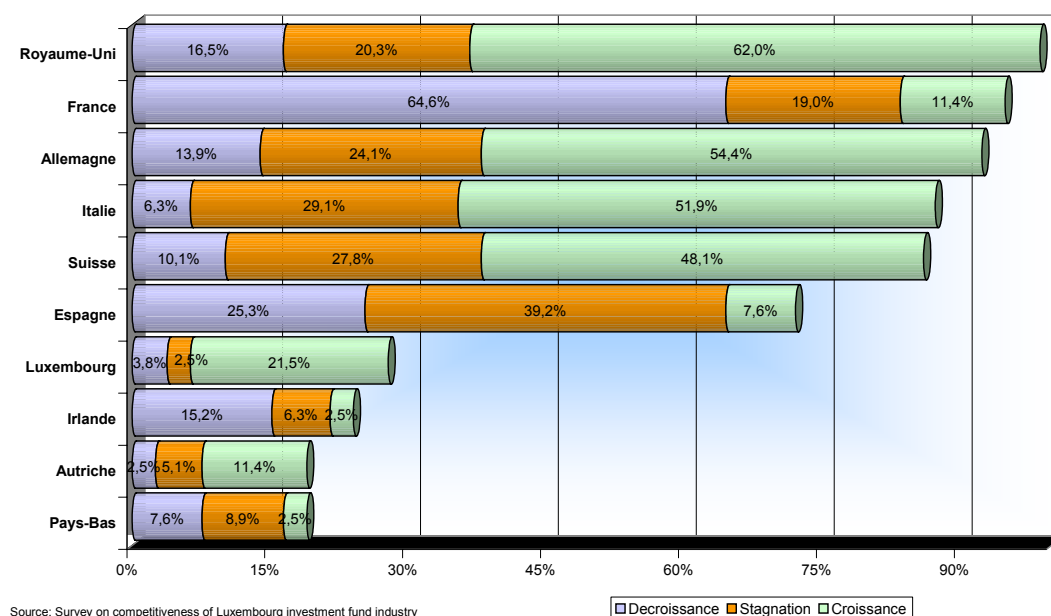
L'Allemagne, qui a longtemps concentré d'importantes villes financières est classé troisième (à 92,41%) par les professionnels luxembourgeois. Si ces derniers dans une relative majorité expriment leur optimisme quant à l'accroissement futur de son rôle de site de localisation de gestion, il est aussi important de souligner qu'ils sont 24,1% à prédire une stagnation à court terme. Par ailleurs, il serait préjudiciable de négliger les 13,9% de professionnels sceptiques parmi ceux qui l'ont listé comme place financière de gestion. L'Allemagne, avec le Royaume-Uni et la France, constituent incontestablement les grands centres de gestion de fonds.

Dans un autre niveau d'importance, l'on classe l'Italie, la Suisse et l'Espagne. Ainsi, l'Italie est certainement une place financière qui à du mal à montrer son importance dans la gestion collective. A 87,34% les professionnels des fonds pensent qu'il s'agit d'une place d'avenir. Cependant la construction italienne semble quelque peu difficile. En effet, 29,11% des professionnels luxembourgeois croient que le rôle de ce marché devrait stagner à moyen terme. Les plus pessimistes représentent 6,33% de la population totale d'étude. Il est toutefois intéressant de souligner les 59,42% de personnes qui la citent (soit 51,9% de la population d'étude) lui prédisent une croissance future.

Le marché suisse longtemps caractérisé par son "secret bancaire" semble décrire un comportement similaire à l'Italie. Ainsi, dans des proportions similaires, les professionnels la qualifient de cinquième place financière de gestion. Cependant à la différence de l'Italie, la proportion des sceptiques quant à l'évolution de son rôle est plus grande. Dans cette seconde catégorie de places financières, l'Espagne est certainement celle pour laquelle les professionnels luxembourgeois ont réellement exprimé leur scepticisme.

Finalement à un degré moindre, notre étude liste quatre pays qui ne sont cités que par moins de 30% des professionnels. Ainsi les Pays-Bas et l'Autriche ne sont classés qu'au neuvième et dixième rang des centres financiers de gestion. Si les professionnels luxembourgeois prédisent un avenir certain à la place autrichienne, ils restent cependant beaucoup plus sceptiques quant à celui des Pays-Bas.

Graphique 8: Les principaux pays de localisation des gérants en Europe



Cette analyse de la localisation nous a permis de classer les centres financiers selon l'activité de gestion des fonds d'investissement. Cependant, dans l'industrie des fonds d'investissement, il a beaucoup été question du Luxembourg et de l'Irlande comme place de choix; qu'est ce qui explique donc le mauvais score obtenu par ces deux pays?

d) Analyse de la domiciliation de fonds

Si le Luxembourg et l'Irlande ne sont pas d'excellents centres de gestion, ce sont en revanche des places de choix pour la domiciliation de fonds. En effet, avec la France, ce sont les pays qui ont fait l'unanimité des professionnels de fonds d'investissement. Aussi, cette analyse nous permet-elle de conclure que le Luxembourg est incontestablement l'une de plus grandes places financières en termes de domiciliation de fonds. Ainsi les moins optimistes quant à son évolution future ne représentent que 10,8% de notre population et pensent qu'il n'y aura qu'une stagnation de son rôle (confère graphique 6.5).

De façon analogue, les professionnels ont aussi souligné le rôle de l'Irlande dans la domiciliation des fonds. Cependant cette place semble en perte de vitesse. En effet seulement 11,7% des professionnels lui prédisent une croissance de rôle dans le moyen terme. Le reste d'entre eux sont partagés entre décadence et décroissance. Paradoxalement, la France reçoit l'unanimité auprès des gérants. De plus, ils sont plus de la moitié à lui prédire une croissance future.

A ces trois pays, il est possible d'adjoindre le Royaume-Uni. Ainsi à 86,5%, les professionnels luxembourgeois classent ce pays comme le quatrième centre de domiciliation. Ce résultat tient du fait que Londres a été pendant longtemps un grand centre de gestion. Cependant, les spécialistes semblent lui prédire un avenir moins prometteur. En effet, même s'ils ne sont que 36,9% à lui présager une stagnation, près de 30% d'entre eux pensent que cette place devrait connaître une décadence en terme de domiciliation dans les années à venir.

Dans des proportions moindres, les professionnels luxembourgeois listent une série de places financières qui présente la caractéristique quasi commune d'une stagnation future.

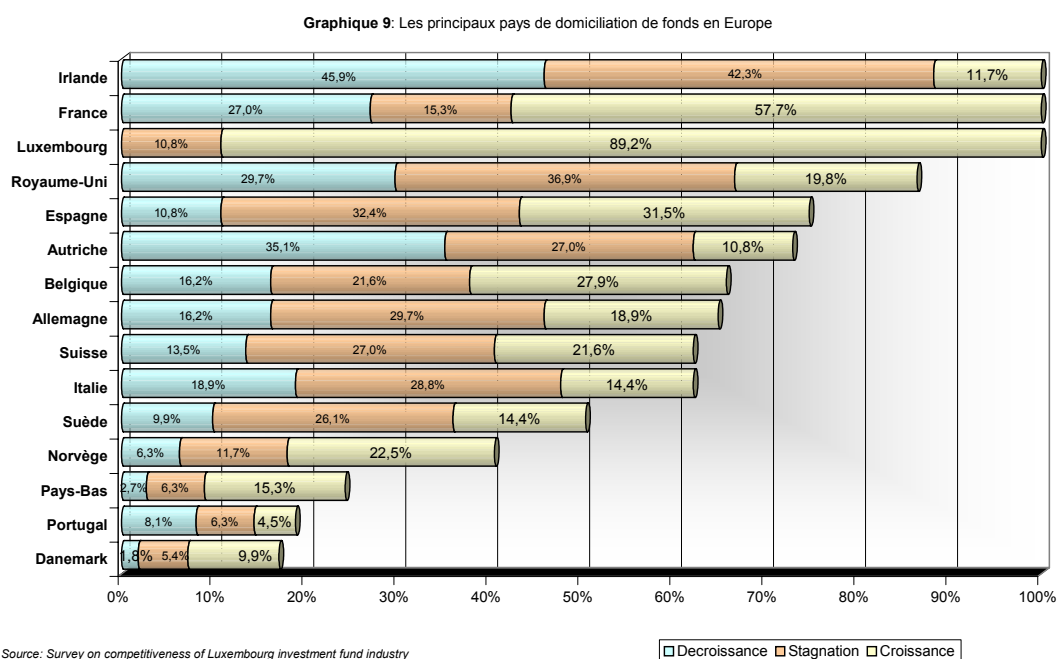
L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Italie, et la Suisse et sont énuméré par plus de 50% des enquêtés.

Ainsi, l'Espagne semble amorcer une croissance de son rôle dans la domiciliation de fonds. Cependant, les professionnels ne semblent pas trop persuadés de son évolution future même si la tendance est à un accroissement de son rôle dans la domiciliation de fonds en Europe. L'Autriche bénéficie d'une aura similaire à l'Espagne. Néanmoins, l'activité de domiciliation de fonds semble perdre de la vitesse dans ce pays.

L'Allemagne et la Belgique obtiennent des abnégations quasi similaires. Environ 65% des professionnels les citent comme place de domiciliation. Même s'ils partagent le même niveau de pessimisme pour le rôle des deux pays, les spécialistes semblent plus enclins à une croissance plus grande dudit rôle en Belgique qu'en Allemagne. Ainsi 27,9% d'entre eux prédisent la croissance de l'importance de la Belgique, tandis que, seulement 18,9% pensent identiquement pour l'Allemagne.

A une échelle moindre le couple Suisse – Italie montre un comportement quelque peu discutable. Ainsi, plus de 62% des spécialistes de l'industrie des fonds listent ces pays comme sites de domiciliation, même s'ils semblent quelque peu septiques quant à la place que prendront ces centres financiers dans la domiciliation des fonds. La Suisse semble beaucoup plus prédisposée à une croissance de son rôle. La tendance est certainement contraire en Italie.

A ces centres financiers dont le rôle semble bien accepté, les professionnels ont cité divers autres pays dont les principaux sont le Danemark, la Norvège, le Pays-Bas, le Portugal et la Suède. Pour ces pays la grande déception vient du Portugal pour lequel, il est prédit une décroissance de l'activité de domiciliation. Dans la continuité, les professionnels conjecturent aussi une stagnation de l'activité en Suède. Par ailleurs, cette activité devrait connaître une certaine croissance au Danemark, en Norvège et aux Pays-Bas.



Cette section a consacré la fragmentation de l'activité du point de vue des professionnels de fonds au Luxembourg. Ainsi, en terme de domiciliation, l'Irlande, la France et le Luxembourg constituent les trois principales plateformes. Le management de fonds se fait généralement au Royaume-Uni, en France et en Allemagne. Et, la distribution, est restée dans des économies telles que la France, le Luxembourg et le Royaume-Uni.

5.3 L'attractivité d'une place financière de domiciliation

La question 13 de notre étude auprès des professionnels de fonds au Luxembourg demandait à ceux-ci de ranger par ordre d'importance certains coûts déterminants de l'attractivité d'une place de fonds en termes de domiciliation. Par ailleurs, pour chaque coût, il fallait lister les trois pays les plus attractives parmi ceux listés à la question 12. Quatre-vingt seize professionnels ont participé à cette question. Les coûts analysés sont:

- Les coûts salariaux;
- Les coûts immobiliers (location d'immeuble...);
- Les coûts de transport;
- Les couts des biens publics (eau, électricité, téléphone...);
- Les coûts financiers;
- Les taxes;
- Les couts de gestion et assimilés;
- Les frais de marketing.

Il ressort de cette analyse que les coûts salariaux sont le premier déterminant d'attractivité dans la domiciliation d'un fonds. En effet, 76% des professionnels interrogés les placent au premier rang de notre liste de coûts. Même si nous convenons qu'il est difficile de comparer les pays en termes de coûts salariaux, plus de 60% des professionnels pensent que l'Irlande est la place financière la plus attractive, suivie de très près par le Luxembourg (57,3%) et l'Espagne (43,8%). Par ailleurs, la Belgique et la Suisse sont citées, par respectivement 38,5% et 24% des professionnels luxembourgeois.

Les seconds coûts listés par les professionnels luxembourgeois sont relatifs à la fiscalité en général. Ainsi ces coûts, sont assez globalement classés au deuxième (42% des sondés), troisième (34% des sondés) et quatrième (16% des sondés) rangs. Pour ce facteur, les professionnels, à plus de 66%, évoquent le Luxembourg comme le pays offrant la meilleure aptitude d'attractivité. Ils soulignent aussi l'attractivité de l'Irlande (63,5%) et de la Suisse (57,3%).

Au troisième rang des coûts figurent les coûts financiers. De façon analogue aux coûts précédents, les professionnels restent partagés quant à la placer aux quatre premiers rangs. Les plus attentionnées, soit plus de 34%, la places au deuxième rang. Pour ces coûts l'Irlande, le Luxembourg et la Suisse semblent se disputer l'attractivité de l'activité de domiciliation avec plus de 50% des intentions de professionnels. Par ailleurs, dans une certaine mesure, l'on pourrait aussi citer la Belgique et le Royaume-Uni signalés par environs 20% des professionnels.

Sur les huit types de coûts, les coûts immobiliers figurent à la quatrième place. Ainsi, les plus fortes concentrations se situent au troisième (29,17%) et quatrième rang (32, 29%).

Pour ces coûts, pour la première fois, l'Espagne figure à la première place comme le territoire offrant les meilleurs niveaux, avec plus de 57% des sondés. Par la suite, la Belgique et le Luxembourg semblent plus attractives selon environ 45% des professionnels. Finalement, dans des proportions moindres (environ 30% des sondés) l'Italie et l'Irlande sont listées.

Précédemment identifié comme déterminant de choix dans l'émergence d'une place financière, le transport, ou plutôt les coûts de transports n'obtiennent que la cinquième place sur huit. Ainsi, 29,17% des professionnels la classe au cinquième rang et 35,42% au sixième rang. Pour le transport, l'Allemagne reste incontestablement le pays qui offre les meilleures opportunités selon 51% des sondés. Avec 46,9% des voix, la France est classée comme second pays offrant les meilleurs coûts. A ces deux pays, il convient d'ajouter l'Espagne, l'Italie et l'Irlande comme pays attractifs.

Les résultats relatifs aux coûts de stratégies marketing sont la grande déception de cette étude. En effet, le marketing est certainement un domaine de prédilection des entreprises anglo-saxonnes. Nous avions espéré que, le Luxembourg étant une place internationale avec une grande présence de firmes de ce type, les professionnels accorderaient à cette activité particulière plus d'attention. Les plus attentionnés, soit 1,04% lui octroient la seconde place. Les plus grandes concentrations sont au sixième (34,38%) et septième (28,13%) rang. Pour ces coûts, plus de la moitié des sondés évoquent la Suisse et le Luxembourg comme les plus intéressantes places financières. Contrairement à nos prévisions, le Royaume-Uni est classé en troisième position par seulement 47,9% des professionnels. La France, l'Irlande et l'Italie occupent successivement les quatrième, cinquième et sixième rangs

Les frais de gestion semblent peu déterminants dans le choix d'une place de domiciliation. En effet, ces coûts sont d'une importance secondaire; les professionnels la listant globalement aux trois derniers rangs avec une concentration de 34,38% pour la septième position. Pour ces coûts, la France, l'Irlande, le Luxembourg, le Royaume-Uni et la Suisse semblent décrire les mêmes niveaux d'attractivité.

Finalement, les infrastructures publiques (eau, électricité, gaz, téléphone, etc.) n'ont pas convaincu les professionnels luxembourgeois. Ceux-ci à plus de 56% la classe au dernier rang par ordre d'importance de l'analyse des coûts. Ainsi, l'Irlande semble être la place financière la plus attractive selon 42,7% des professionnels. Par ailleurs, la Belgique, l'Espagne et l'Italie sont aussi cités comme places attractives pour ce qui est des coûts d'infrastructures.

Cette analyse des coûts vue globalement montre, avec une moyenne de 44,5 citations sur les huit coûts selon les quatre-vingt seize professionnels, c'est le Luxembourg qui apparaît comme la meilleure place financière de domiciliation. Il est suivi par l'Irlande (moyenne de 43,6) et la Suisse (moyenne de 37). Si l'Espagne est classé quatrième pays attractif, la France n'obtient que la cinquième place. La limite fondamentale de l'analyse de cette question est que le nombre de citation d'un territoire est fonction du fait qu'il est déjà été cité dans la question précédentes. C'est ce qui explique qu'on ne retrouve généralement que les principaux pays analysés dans la section précédente.

6 La place luxembourgeoise de fonds.

6.1 Les facteurs attractifs de la place luxembourgeoise.

Afin de comprendre l'attractivité de la place luxembourgeoise, la question 14 de notre étude demandait, à dessein, aux professionnels luxembourgeois de sélectionner les facteurs les plus importants et les moins importants parmi la liste déjà défini à la question 6 (voir section 4.3.1). Quatre-vingt six professionnels ont contribué à cette question. Il ressort de cette analyse que le premier facteur guidant l'attractivité luxembourgeoise est la proximité des

autres acteurs. Ainsi, plus de 60% des professionnels la juge important. Il ne faut cependant pas négliger les 30% de professionnels la qualifiant de faible.

Le second facteur d'attractivité de la place est incontestablement le cadre réglementaire et fiscal. Ainsi, les quasi 60% des professionnels semblent guidés par les principales réalisations de la place luxembourgeoise en vue d'attirer les firmes de fonds. De fait, même s'il arrive, dans cette étude que ce facteur n'est pas cité, seulement environ 10% d'entre la juge peu déterminante.

Par ailleurs, les professionnels paraissent satisfaits de la qualité vie luxembourgeoise. Ainsi, c'est le troisième facteur d'attractivité classé par 59,3% des sondés. Cependant, contrairement au facteur précédent, la proportion des sceptiques est plus forte. Au Luxembourg, en effet, les libertés sont respectées, le système de santé est satisfaisant et l'économie solide.

Le rang obtenu par le marché du travail nous semble un peu problématique. Le Luxembourg a toujours souffert d'un manque de main d'œuvre. Certainement que les 53,5% de personnes admettant que ce pays est attractif en terme de main d'œuvre sont guidé par le fait que le Luxembourg étant quasiment au entre de l'Europe, la plupart des demandeurs d'emploi ne se sentent pas vraiment dépaysés à s'y installer. Il est ainsi question de transfrontaliers qui ont un poids important dans l'économie luxembourgeoise.

De plus, le Luxembourg semble fournir un bon réseau de communication selon les professionnels. Il est vrai que pour certains moyens tels que le téléphone mobile, les fournisseurs font généralement de meilleurs offres (par exemple, la recharge du crédit d'appel d'un téléphone mobile est conservée plusieurs mois au lieu de quelques semaine en France). Cependant, nous ne pensons pas que les fournisseurs d'accès Internet ont acquis une meilleure compétitivité par rapport aux pays limitrophes.

Finalement, le dernier facteur édifant la force luxembourgeoise est la proximité des concurrents. En vue de profiter de certaines économies d'échelle, les firmes de fonds paraissent satisfaites de leur activité. Dans l'industrie des fonds, tout comme d'autres secteurs à Luxembourg, la mobilité des employés est très importante. Cela est aussi influencé par l'attitude des professionnels à se réunir en association de métier (l'association des actuaires, l'association des auditeurs internes, l'association des analystes, la CFA Institute, etc.)

Les facteurs qui semblent ne pas trouver un écho auprès des professionnels luxembourgeois sont le système éducatif, les coûts d'implantation, les coûts de la vie, le potentiel culturel, les capacités de recherche et le transport. Au titre du système éducatif, 66,3% des professionnels pensent que le Luxembourg a beaucoup à faire. Il s'agit de point le plus faible de la place financière. Par ailleurs les capacités de recherches sont aussi trop faibles. En effet, jusqu'à une date récente, le pays ne disposait ni d'université ni d'école de commerce. Depuis les autorités semblent vouloir pallier à cela en donnant un véritable statut à l'Université, qui à cependant du mal à se développer.

Le second point faible de la place luxembourgeoise est le coût des implantations. Ainsi, plus de 61% des professionnels pensent que ce facteur inhibe l'attractivité luxembourgeoise. Il est certain que les locaux de travail sont à la fois trop chers et peu nombreux. Les autorités ont, d'ailleurs, entrepris de construire un nouveau site industriel afin de désengorger la principale ville.

Dans des proportions similaires, les professionnels luxembourgeois trouvent le coût de la vie beaucoup trop prohibitif sur la place. Ils sont aussi 61,6% à penser cela. Additivement, le potentiel culturel, est aussi décrié par 54,7% des professionnels.

Finalement le transport est l'autre facteur pour lequel le Luxembourg doit s'améliorer selon la moitié des sondé. Il est vrai que de par sa situation géographique, le Luxembourg

reste à distance appréciable de plusieurs grandes villes. Cependant il faut signaler les coûts assez élevé. C'est l'exemple du trajet Luxembourg Paris par avions. Aujourd'hui ce facteur devrait sensiblement s'améliorer avec l'ouverture du Train à Grande Vitesse entre les deux villes.

D'autres facteurs (efficacité des structure politiques et administrative, le climat social, le potentiel économique, le potentiel économique et les équipements publique) n'ont été listé ni grandement comme facteurs à améliorer, ni grandement comme facteurs attractifs. Cependant, la force des professionnels les classant comme facteurs dopant l'attractivité de la place nous incite à formuler des recommandations pour l'amélioration de ces déterminants.

Tableau 3: L'attractivité de la place luxembourgeoise

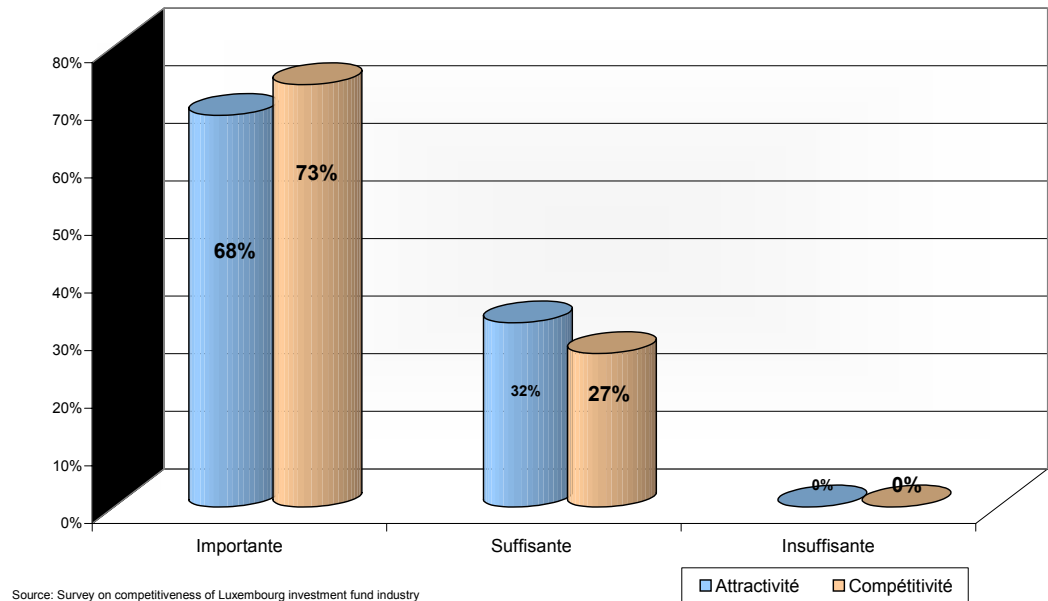
	Important	Non classé	Faible
Proximité des autres acteurs	61,6%	8,1%	30,2%
Cadre réglementaire et fiscal	59,3%	29,1%	11,6%
Qualité de la vie	59,3%	11,6%	29,1%
Marché du travail	53,5%	11,6%	34,9%
Réseaux de communication	51,2%	17,4%	31,4%
Proximité des concurrents	40,7%	25,6%	33,7%
Urbanisme et habitats locatif	36,0%	20,9%	43,0%
Transports (aéroport, route, voie ferrée...)	25,6%	24,4%	50,0%
Coût d'implantation (immeubles, terrain...)	22,1%	16,3%	61,6%
Potentiel économique	20,9%	54,7%	24,4%
Potentiel culturel et loisir	18,6%	26,7%	54,7%
Climat social	17,4%	55,8%	26,7%
Équipements publics (eau, électricité...)	14,0%	43,0%	43,0%
Coût de la vie	11,6%	26,7%	61,6%
Capacités de recherche	10,5%	37,2%	52,3%
Efficacité des structures politiques et administratives	10,5%	65,1%	24,4%
Système éducatif	10,5%	23,3%	66,3%

Source: Survey on competitiveness of Luxembourg investment fund

6.2 Attractivité et compétitivité de la place

En début de chapitre, nous avons étudié de façon implicite la compétitivité des places financières sous les trois angles de la domiciliation, de la distribution et de la localisation du gérant. Afin de mieux terminer ce chapitre, nous analysons les réponses aux deux dernières questions (questions 15 et 16) de notre étude sur la compétitivité. Il a été demandé aux professionnels de se prononcer sur la compétitivité et l'attractivité. Au-delà de l'approche structurelle, l'autre enjeu de ces questions était de cerner la compréhension de ces deux concepts par les professionnels. A ces deux questions ont participé soixante quinze spécialistes.

Graphique 10: Attractivité et compétitivité de la place luxembourgeoise



En terme d'attractivité, l'on s'accorde à reconnaître la force du Luxembourg (Graphique 6.6). Ainsi, 68% des sondés estiment que la place financière luxembourgeoise est très attractive. Quoique personne ne trouve qu'elle soit moins attractive, ils sont cependant 32% à lui reconnaître une attractivité mesurée ou juste suffisante.

Pour ce qui est de la compétitivité, elle obtient de bien meilleurs résultats. En effet, 75% des sondés trouvent que la place luxembourgeoise est très compétitive. De façon analogue à l'attractivité, aucun professionnel ne trouve la place peu compétitive; même si 27% d'entre lui réduise le niveau de compétitivité.

De cette analyse nous remarquons une légère différence entre les résultats pour ces deux notions. De fait, il apparaît que 48% des professionnels trouve la place luxembourgeoise à la fois compétitive et attractive. Par ailleurs, 25,3% la trouve très compétitive et seulement juste attractive. Dans une proportion moindre, 20% des sondés pensent que la place est très attractive mais juste compétitive. Finalement, ils ne sont plus que 6,7% à la trouvé autant juste compétitive que juste attractive.

7 Conclusion

L'économie des fonds d'investissement est aujourd'hui au cœur de l'activité des places financières. De notre étude statistique, nous montrons qu'en Europe, la tendance générale est à la consolidation des positions à court et moyen terme avec un attrait pour la conquête de nouveaux marchés. Par ailleurs, nous concluons que le cadre réglementaire et fiscal, le marché du travail, l'efficacité des structures politiques et administratives, la proximité des acteurs et des concurrents, les transports, le potentiel économique et les infrastructures de communication sont les principaux déterminants de l'attractivité d'où de compétitivité dans l'industrie des fonds.

Aussi, apparaît-il que les premiers acteurs du développement d'une place financière de

fonds d'investissement sont les entreprises de fonds, les institutions bancaires, les investisseurs privés, les assurances et les ressortissants de l'Union Européenne. En termes de collectes, cette étude montre la montée en puissance des investisseurs institutionnels par rapport aux investisseurs privés. Notre étude confirme le fait que le développement d'une industrie induit celui d'autres industries. Au Luxembourg, ce sont les services généraux (nettoyage, gardiennage..), les activités d'agents de transfert, et l'informatique qui sont le plus confiés à des prestataires externes.

Les sociétés d'investissement sont aussi à la recherche d'une information de qualité continuellement mise à jour. Nous avons assisté à un phénomène de concurrence des fournisseurs de données. Tandis que certains se veulent internationaux (Micropal, Lipper, Morningstar, ..) d'autres sont plus ciblés (Europerformance en France, VDOS en Espagne, Crédit Suisse en Suisse...). Ces derniers mois, nous avons assisté à la fusion de certains d'entre eux (exemple de Micropal et Morningstar, et Lipper et Feri). Aussi, le fait que les professionnels se rassemblent en association n'est-il pas un vecteur essentiel d'échange d'information? C'est le cas de l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement au Luxembourg, l'Association Française de Gestion en France ou la *European Fund and Asset Management Association* au niveau européen.

La force des résultats de notre enquête statistique est le fait qu'ils ne prennent en compte que les aspirations des professionnels de l'industrie. Quoique certaines insuffisances puissent exister, nous concluons à la robustesse de notre analyse. D'autres résultats ou interprétations pourraient être trouvés; les différences seront le fait de la population d'étude et du cadre d'analyse. En effet, notre analyse est essentiellement sujette aux comportements des professionnels de fonds exerçant sur la place luxembourgeoise. Nous sommes conscients que les attentes de cette place pourraient diverger avec celles de professionnels d'autres places. Par ailleurs, il reste évident que si la population statistique est élargie à d'autres professionnels, les réponses seront bien différentes. Nous retenons la robustesse de notre étude compte tenu de la forte internationalisation de la place luxembourgeoise.

References

- [A&F03] **Andersson F. and Forslid R.** (2003): Tax Competition and Economic Geography; *Journal of Public Economic Theory*, vol. 5, n o2, pp. 279-304
- [B&K04] **Baldwin, R. and Krugman, P.** (2004) : Agglomeration, integration and tax harmonization; *European Economic Review* 48
- [BEN03] **Benoist, de H** (2003): Renforcer l'attractivité de l'économie française au service de la croissance et de l'emploi, Réflexions sur les conditions d'une meilleure attractivité de la France; *Avis adopté par le Conseil Economique et Social le 22 janvier 2003*
- [BEG93] **Blake, Elton & Gruber** (1993): The performance of bond mutual funds; *Journal of business* n 66 (3) , pp.371-403
- [B&G97] **Brown & Goetzmann** (1997): Mutual fund styles; *Journal of financial economics*; n 43, pp. 373-399
- [B&G95] **Brown & Goetzmann** (1995): Performance persistence; *The Journal of finance* Vol 50, pp. 679-698
- [CAR97] **Carhart, M.** (1997): On persistence in mutual fund performance; *The Journal of finance*, Vol. 52,n 1 March 1997, pp. 57-82
- [CEP99] **CEPII** (1999) : La compétitivité des Nations; *CEPII, 1999*
- [CEA02] **Cercle des Economistes** (2002); Renforcer la place financière de Paris pour renforcer la compétitivité française; *Miméo, Rapport commandité par Paris-Europlace*
- [CHA01] **Charzat, M.** (2001): Rapport au Premier ministre sur l'attractivité du territoire, dit "Rapport Charzat", juillet 2001
- [CHA85] **Chang, S.Y.** (1985): The economic impact of offshore banking centers on the host countries; *DBA Dissertation, The George Washington University*
- [C&E99] **Chevalier, J. and Ellison, G.** (1999): Are some mutual fund manager better than others? Cross sectional patterns in behavior and performance; *The journal of finance*, Vol. 54 (3), June 1999, p. 875-899
- [C&R03] **Coeuré, B.; Rabaud, I.** (2003) : Attractivité de la France : analyse, perception et mesure; *Économie et Statistique* n- 363-364-365.
- [COV90] **Covin, J. G. & Covin, T. J.** (1990): Competitive, aggressiveness, environment context and small firm performance; *Entrepreneurship theory practice*
- [CMM03] **Crozet M.; Mayer , T., Mucchielli, J-L** (2003): Comment les firmes s'agglomèrent-elles ?; in *Les Investissements Directs de la France dans la Globalisation : mesure et enjeux, Actes des Colloques Banque de France, Mars.*
- [DAV01] **Davidoff, D.** (2001): Fonds d'investissement spécialisés en Europe; In *Epargne et investissement en Europe; Revue d'économie financière* n-64
- [DEB02] **Debonneuil, M.** (2002): Vieillesse et capitalisation; *CAE n 01-2002, Juillet 2002*
- [D&F03] **Debonneuil, M. ; Frantagné, L.** (2003) : Rapport du Conseil d'analyse économique sur la compétitivité, mars 2003
- [EEU98] **Economie Européenne** (1998) : Supplément A, Juillet 1998

- [EGB96] **Elton, Gruber & Blake** (1996): The persistence of risk adjusted mutual fund performance; *Journal of business* n 69, pp. 133-157
- [GAL99] **Gallo, J.** (1999): The mutual fund business; *The Journal of finance*, vol. 54 (3), June 1999, pp. 1185-1187
- [GLS01]
- [KIN74] **Kindleberger C.P.** (1974): The formation of financial centers: A study in comparative economic history; *Princeton Studies in International Finance, Princeton University* , 36:6
- [LJW00] **Lavenir, F.; Joubert-Bombard, A.; Wendling C.** (2000) : L'entreprise et l'hexagone, dit "rapport Lavenir", *Ministère de l'Économie et des Finances*
- [L&P01] **Leclair, A. & Pardo, C.** (2001): Fonds d'investissement: un rôle croissant dans le financement des économies européennes; In *Epargne et investissement en Europe; Revue d'économie financière* n 64
- [M&S94] **McCorriston, J. and Sheldon, M.** (1994). International competitiveness: Implications of new international economics; In: *Competitiveness in International food Markets, Bredahl, M.E*
- [MUC02] **Muchielli, J-L.** (2002): La compétitivité: Définitions, indicateurs et déterminants; *Accomex, numéro spécial "La France est-elle compétitive ?", mars-avril 2002, no 44, p. 9-19.*
- [P&P02] **Plihon, D. et Ponssard, JP.** (2002): La montée en puissance des fonds d'investissement: quels enjeux pour les entreprises?; *La documentation française, notes et études documentaires no 5146 Janvier 2002*
- [RED02] **Redding, S.** (2002) : Specialization dynamics; *Journal of International Economic*, 58, no. 2, pp. 299-334.
- [REE81] **Reed, H.C.** (1981): The preeminence of international financial center; *New York ; Praeger.*
- [W&M92] **Wheeler, D. and Mody, A.** (1992): International investment location decisions. The case of U.S. firms; in *Journal of International Economics*, volume 33, pages 55-76.